

# 跟踪评级公告

联合[2016]1045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发行的公司债券进行跟踪评级，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）股份有限公司发行的“16 天顺 01”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：

二零一六年八月十七日



---

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 天顺风能（苏州）股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级  
跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
上次评级结果：AA 评级展望：稳定  
债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 天顺 01	4 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 12 月 24 日

跟踪评级时间：2016 年 8 月 17 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	29.72	46.43	43.32
所有者权益（亿元）	20.17	23.09	23.78
长期债务（亿元）	--	2.90	2.00
全部债务（亿元）	7.40	18.09	14.08
营业收入（亿元）	14.02	21.76	3.88
净利润（亿元）	1.75	3.03	0.70
EBITDA（亿元）	2.16	3.81	--
经营性净现金流（亿元）	1.66	3.39	0.19
营业利润率（%）	22.47	28.64	35.29
净资产收益率（%）	8.95	14.02	2.97
资产负债率（%）	32.12	50.27	45.10
全部债务资本化比率（%）	26.84	43.93	37.35
流动比率（倍）	1.90	1.34	1.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.17	8.62	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.67	1.07	--

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、2016 年 1 季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

跟踪期内，天顺风能（苏州）股份有限公司（以下简称“公司”或“天顺风能”）作为中国领先的风塔生产商，在行业地位、技术水平、客户资源等方面仍具有显著优势。

跟踪期内，公司风塔销售收入大幅增长，受益于主要原材料价格的下降，盈利能力也有所增强，经营活动现金流状况良好；公司非公开发行股票已获核准，待完成后，公司资本实力和整体抗风险能力将进一步增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司下游客户集中度较高、汇率波动、债务结构有待调整、应收账款增加对资金的占用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，公司将重点发展风电场开发和运营，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。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 天顺 01”的债项信用等级“AA”。

## 优势

1. 跟踪期内，风电行业仍得到国家政策较大力度支持，行业发展前景仍长期向好。

2. 跟踪期内，公司非公开发行股票已获核准，将进一步增强公司的资本实力和整体抗风险能力。

3. 跟踪期内，公司积极开拓国内外市场，市场份额稳步提升，风塔销售收入大幅增长，受益于主要原材料价格的下降，盈利能力也有所增强。

## 关注

1. 跟踪期内，风塔销售市场的特性和供应商认证制度的存在，下游销售客户集中度较

高。

2. 跟踪期内，公司风电场在建项目投资规模较大，面临着较大的资金支出压力。

3. 跟踪期内，公司短期债务占比仍然较高，债务结构有待调整。

## 分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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

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

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

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

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

分析师：

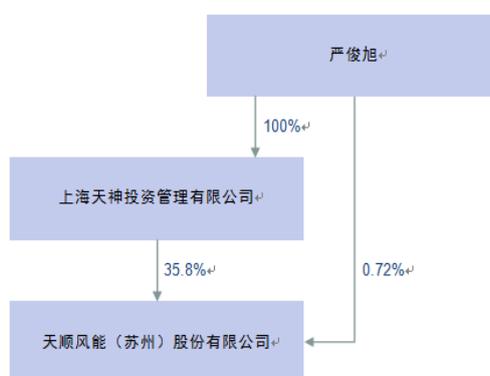


联合信用评级有限公司

## 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”）前身系成立于 2005 年 1 月的天顺（苏州）金属制品有限公司，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]文件批准，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。2010 年 12 月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]1789 号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股 5,200 万股，并于 2010 年 12 月 31 在深圳证券交易所中小板挂牌上市（股票简称：天顺风能；股票代码：002531.SZ），公司注册资本变更为 20,575 万元。后经过多次股份转增，截至 2016 年 6 月底，公司总股本为 148,140 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；自然人严俊旭先生直接和间接持有公司股权比例为 36.52%，为公司实际控制人。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权关系图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生改变，仍为从事设计、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。

跟踪期内，公司管理组织结构未发生变化，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、质管中心和生产运营中心共 7 个职能部门。截至 2015 年底，公司纳入合并范围内子公司 19 家，拥有在册员工 663 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 46.43 亿元，负债合计 23.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.59 亿元。2015 年，公司实现营业收入 21.76 亿元，净利润（含少数股东损益）3.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.73 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 43.32 亿元，负债合计 19.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.28 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.88 亿元，净利润（含少数股东损益）0.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.48 亿元。

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

本次债券名称为“天顺风能（苏州）股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本次债券发行工作已于 2016 年 6 月 24 日结束，实际发行数量为 4 亿元，票面利率为 5.0%，期限为 5 年期，附第 3 年底发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为固定利率。本次公司债券采取单利按年付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本。最后一期利息随本金一起支付。本次公司债券起息日为 2016 年 6 月 22 日，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 6 月 22 日（遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间付息款项不另计利息）。

本次债券募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，符合本次债券《募集说明书》约定的募集资金使用安排。本次债券已于 2016 年 8 月 3 日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“16 天顺 01”，债券代码“112405.SZ”。

## 三、行业分析

公司主营业务仍为风塔及零部件产品的生产和销售，属风电行业中的风电设备制造业。

### 1. 行业概况

根据全球风能理事会（GWEC）最新发布的数据，全球风电产业 2015 年新增装机 63,013MW，新增装机较上年增长 22%。截至 2015 年底，全球风电累计装机容量达到 432,419MW，累计年增长率达到 17%。根据国家能源局统计数据，2015 年，我国风电产业继续保持强劲增长势头，全年风电新增装机容量 30,500MW，新增装机容量再创历史新高，累计并网装机容量达到 129,000MW，占全部发电装机容量的 8.60%。2015 年，风电发电量 1,863 亿千瓦时，占全部发电量的 3.30%。

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。

### 2. 行业上下游

#### （1）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。2015 年，钢铁行业下游行业普遍去库存导致用钢需求不振，除房地产行业库存增速仍处高位之外，其他主要下游行业产成品库存均出现负增长。2015 年，全国钢材产量增速为 0.43%，较 2014 年进一步下滑；全国粗钢产量出现了自 1990 年以来的首次下滑，全年增速为-1.57%。全国钢材和粗钢的表观消费量分别为 102,432.09 万吨和 69,467.16 万吨，较 2014 年分别下降 1.49 个百分点和 5.03 个百分点。近年来，Myspic 综合钢价指数连续下跌 5 年，累计下跌 56.56%。截至 2015 年底，Myspic 综合钢价指数为 73.03 点，较上年年底下跌 32.81 点。从钢铁行业库存情况来看，据中国钢铁协会统计，12 月底会员企业钢材和粗钢的库存分别为 1,417.87 万吨和 297.40 万吨；钢材库存水平较上年同期增长 10.00%，粗钢的库存较上年同期下降 23.42%，但仍然处于历史较高水平。

总体来看，钢铁行业需求端大幅萎缩，而去产能的成效较小，钢铁行业供需矛盾依然突显。钢材价格大幅下降有利于风塔制造行业生产成本的控制，为风塔制造企业带来了一定的盈利空间。

## (2) 行业下游

从国内来看，2015年，国内新增装机容量为30,500MW，保持全球新增装机容量第一位。截至2015年底，国内累计装机容量为145,100MW，近几年累计装机容量列全球第一位。2015年，国内累计装机容量增长率分别为26.62%，较上年提升1.26个百分点。国内风电行业历经了高速、粗放的发展阶段，目前已经进入了行业结构优化调整期。随着市场调控与整合进程的加快，国内风电场、整机行业的集中度逐渐提高，寡头竞争格局基本形成。下游客户议价能力不断增强。

表1 全球风电新增装机容量(单位: MW、%)

国家	新增装机容量	市场份额
中国	30,500	48.37
美国	8,598	13.64
德国	6,013	9.54
巴西	2,754	4.37
印度	2,623	4.16
加拿大	1,506	2.39
波兰	1,266	2.01
法国	1,073	1.70
英国	975	1.55
土耳其	956	1.52
<b>全球其他</b>	<b>6,794</b>	<b>10.77</b>
<b>全球前十</b>	<b>56,264</b>	<b>89.23</b>
<b>全球合计</b>	<b>63,058</b>	<b>100.00</b>

资料来源：全球风能理事会

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。2015年，全球风电整机厂商市场占有率排名前5的是新疆金风科技股份有限公司、Vestas、GE、Siemens和Gamesa等风电巨头掌控。截至2015年底，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%，与2014年的72%无变化。

总体来看，国内风电整机生产行业的集中度有所提升，国外风电整机市场仍然由传统风电巨头掌控。风塔制造行业下游客户集中度较高，对风塔制造企业形成的议价压力加大。

## 3. 行业竞争

从国内来看，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。

从国际来看，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。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

行业政策方面，一方面，政府对质保问题提出更高要求，规范风电设备质量验收工作；另一方面，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。

表 2 风电行业相关政策

文件	发布单位	发布日期
《中共中央、国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	中共中央办公厅	2015 年 3 月 15 日
《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	国家发改委	2015 年 3 月 20 日
《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》	国家发展与改革委员会	2016 年 3 月 24 日

资料来源：公开信息渠道收集，联合评级整理。

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

##### （1）汇率波动的风险

风电行业的整机厂商和业主以海外公司为主，国内风塔公司的销售收入主要来自于出口。国内风塔公司出口业务结算货币以美元和欧元为主，经营业绩受汇率波动影响较大。

##### （2）原材料价格的风险

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。目前，钢铁和其他金属类大宗商品价格处于历史低位，未来该类商品价格的回升将推高行业内公司的经营成本，对行业内公司的盈利造成一定不利影响。

##### （3）收入确认政策的风险

由于风塔制造商的客户遍布全球，由于当地的天气和项目开工时间的不同，吊装设备完成安装和试产周期较长，因此，行业内企业收入确认的时间波动较大。行业内企业收入受季节、气候等影响，营运资金稳定性较差，对收入和财务状况产生不利影响。

#### 6. 行业发展

从行业发展趋势来看，风力发电的经济性受到越来越多的关注。同时，受风电消纳问题影响，市场竞争热点将逐步由风资源丰富地区向低风速地区转移，风电制造企业竞相推出大型化风塔、长叶片等适应性产品以扩大市场份额。随着我国风电市场日趋成熟，加之电价下调政策带来的压力，业主对风电场全生命周期的度电成本关注度日益提升，对产品质量有了更高的要求。

从行业发展目标来看，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。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。从国际市场来看，2016 年的全球风电装机容量将增长至 500GW，到 2020 年底全球风电装机容量将达到至少 1,000GW。在未来五年里，亚洲是世界上最大的风能区域市场；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；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、管理分析

2015年，公司的经营管理等制度无重大变化。2016年3月，由于公司部分董事会及监事会人员任期届满，公司进行了换届选举。其中，刘明生和马龙飞先生任公司第三届董事会董事，惠彦、杨校生和张振安先生任第三届董事会独立董事。邹克钻先生不再担任公司董事，耿建涛、徐劲科和樊纯诗先生不再担任公司独立董事。

总体看，目前公司核心管理团队变化不大，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主营业务为风塔及相关产品制造，主要产品为风力发电塔架，2015年公司主营业务范围较2014年无变化。2015年，公司积极开拓国内外市场，市场份额稳步提升，风塔销售量较上年大幅增长。2015年，公司实现营业总收入21.76亿元<sup>1</sup>，其中营业收入21.49亿元，较上年增长55.17%，主要系公司销售规模扩大所致。

表 3 2014~2015 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			营业收入 同比增长	毛利率 同比增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
风塔及相关产品	138,688.20	98.90	22.12	213,970.80	99.59	27.98	54.28	提高 5.86 个百分点
材料	1,543.69	1.10	78.05	890.45	0.41	81.45	-42.32	提高 3.40 个百分点
<b>合计</b>	<b>140,231.89</b>	<b>100.00</b>	<b>22.74</b>	<b>214,861.25</b>	<b>100.00</b>	<b>28.20</b>	<b>53.22</b>	<b>提高 5.46 个百分点</b>

资料来源：天顺风能年报，联合评级整理。

从收入构成来看，公司主营业务较为突出。2015年，公司风塔及相关产品占营业收入比重为 99.59%，较2014年略微提升0.69个百分点，变动不大。由于公司积极拓展国内外市场，风塔生产量和销售量较上年均有大幅增长，2015年公司风塔及相关产品销售收入为21.40亿元，较上年增长 54.28%。2015年，公司材料类产品销售收入占营业收入比重为0.41%，较上年下降0.69个百分点，较上年变动不大。公司材料销售收入为0.09亿元，较上年减少42.32%，公司所销售材料主要为风

<sup>1</sup> 2015 年，公司营业总收入中存在利息收入和手续费及佣金收入合计 0.27 亿元，公司未将其计入营业收入。

塔生产尾料，因此公司材料销售收入波动较大。

从毛利率水平来看，2015年，公司风塔及相关产品毛利率为27.98%，较上年提高5.86个百分点，主要系公司生产所需钢、铝、铁等各类金属和复合材料价格大幅下降所致；公司材料类产品毛利率为81.45%，较上年提高3.40个百分点，变动不大。受上述因素影响，2015年，公司综合毛利率为28.20%，较上年提高5.46个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入3.82亿元，较上年同期增长17.54%，主要系公司风塔销量较上年同期有所增长所致；营业利润0.82亿元，较上年同期增长87.66%，主要系原材料价格较上年同期大幅下降所致；净利润0.70亿元，较上年同期增长80.15%；其中归属于母公司所有者的净利润0.70亿元。

总体看，跟踪期内，随着国内外市场进一步拓展，公司营业收入快速增长；受钢材等原材料价格下跌影响，公司毛利率略有上升。

## 2. 风塔生产销售业务

### (1) 生产情况

公司主要生产的风塔产品包括陆上风塔和海上风塔。此外，公司还生产风塔门框、托架等相关零部件，并单独销售。2015年，公司风塔主要规格为高度在78~110米之间、陆上装载风机功率2.0MW以上、海上风塔以5.0MW和8.0MW为主。

从生产成本来看，公司风塔及相关产品成本可划分为原材料成本、人工工资和制造费用。2015年，公司原材料成本为12.66亿元，较上年增长52.18%，主要系公司产品生产规模扩大所致；原材料成本占营业成本比重为82.15%，较上年提高5.13个百分点，主要系当年公司生产的多为大型风塔，单位产品材料成本占比较高所致。2015年，公司人工工资为1.40亿元，较上年增长11.84%，主要系公司经营规模扩大，员工数量大幅增加所致；公司制造费用为1.35亿元，同比增长9.81%，主要系公司扩大生产规模所致。2015年，公司人工工资和制造费用占营业成本比重均有所下降，变动幅度不大。

表 4 2014~2015 年公司风塔及相关产品生产成本情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		营业成本 同比增长	占比变动 情况
	金额	占比	金额	占比		
原材料	83,185.69	77.02	126,595.50	82.15	52.18	提高 5.13 个百分点
人工工资	12,539.97	11.61	14,024.29	9.10	11.84	下降 2.51 个百分点
制造费用	12,278.04	11.37	13,482.10	8.75	9.81	下降 2.62 个百分点
合计	<b>108,003.69</b>	<b>100.00</b>	<b>154,101.89</b>	<b>100.00</b>	<b>42.68</b>	--

资料来源：公司年报，联合评级整理。

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。2015年，公司风塔产能为281,579吨，较上年未发生变化，其中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。

公司生产模式仍为以销定产，产品为大批量定制化产品，根据合同订单，公司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，最后根据产品交货期组织采购、生产、交货。随着公司加大市场开拓力度，公司订单持续增加，生产规模大幅扩张，2015年，公司风塔产量较

上年61.93%至292,352吨<sup>2</sup>。公司风塔产品的产能利用率为103.83%，较上年提高39.71个百分点。2016年1~3月，公司仍未扩张风塔产能，风塔产量为45,394吨，占2015年全年产量的15.53%。

表5 2014~2015年公司风塔产能和产量情况（单位：吨、%）

项目	2014年	2015年	2014~2015变动情况	2016年1~3月
设计产能	281,579	281,579	0.00	281,579
生产量	180,547	292,352	61.93	45,394
产能利用率	64.12	103.83	提高39.71个百分点	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从库存变化来看，随着产量和销量增加影响，公司风塔库存水平有所提高，2015年，公司风塔库存为8,381吨，较上年增长54.77%。2016年1~3月，公司风塔库存量为8,395吨，较年初变化不大。

表6 2014~2015年及2016年1~3月公司风塔产量和库存情况（单位：吨、%）

项目	2014年	2015年	2014~2015增减情况	2016年1~3月
生产量	180,547	292,352	61.93	45,394
销售量	183,919	289,386	57.34	44,887
库存量	5,415	8,381	54.77	8,395

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，受公司市场范围拓展影响，公司风塔产量大幅提升，产能利用率进一步提高。受期末未交付项目较多影响，公司库存水平有所提高。

## （2）采购情况

公司主要原材料由供应链中心统一采购，主要原辅材料包括钢板、法兰、焊材、油漆、内件等。公司生产所需动力来源主要为电力和燃气。

由于钢材价格处于下行周期，华东地区普通钢铁中厚板材价格持续走低。2015年，公司钢板采购均价下降28.18%至2,462元/吨。受风塔订单大幅增长影响，公司钢板采购量大幅增长109.77%至26.44万吨。公司钢板采购金额由2014年的4.32亿元增长至6.51亿元，增幅为50.62%。公司生产经营所需能源主要为电和焊接用燃气（主要包括氧气、二氧化碳和乙烷等），在生产成本中所占比例很低，均价变动不大。

表7 2014~2015年及2016年1季度主要原材料采购情况

项目	2014年	2015年	2014~2015变动情况	2016年1~3月	
钢板	采购量（吨）	126,061.50	264,442.24	109.77	41,837.80
	采购均价（元/吨）	3,428	2,462	-28.18	1,834
	采购金额（万元）	43,219.65	65,096.52	50.62	7,672.99
电力	采购量（千瓦时）	21,205,671.64	27,405,312.50	29.24%	6,551,746.00
	采购均价（元/千瓦时）	0.67	0.64	-4.48	0.6930
	采购金额（万元）	1420.78	1,753.94	23.45	454.01

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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%）。从供应商集中度来看，2015年，公司前五大供应商采购金额为10.66亿元；占公司总采购金额比例的51.50%，较上年

<sup>2</sup> 由于公司订单较多，包头工厂委托两家新疆风塔生厂商协助生产风塔33,800吨，公司负责提供主材钢板、法兰，两家工厂自行采购辅材，并由公司委派专业技术人员进驻两家工厂监督、生产，确保品质和按期交货。

提高3.04个百分点，变动不大。

表 8 2014~2015 年公司前五大供应商采购情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	供应商	采购金额	采购占比
2014 年	1	供应商一	17,530.99	18.38
	2	供应商二	12,405.45	13.01
	3	供应商三	6,577.63	6.90
	4	供应商四	6,294.62	6.60
	5	供应商五	3,405.66	3.57
	合计			<b>46,214.35</b>
2015 年	1	供应商一	45,668.43	22.06
	2	供应商二	17,066.45	8.24
	3	供应商三	16,761.42	8.10
	4	供应商四	16,016.06	7.74
	5	供应商五	11,103.88	5.36
	合计			<b>106,616.25</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体看, 公司按照生产需求对主要原材料实行统一采购, 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, 由于钢材价格持续下行, 有利于公司降低生产成本。

### (3) 产品销售

2015年, 公司国际客户仍主要为Vestas、GE、Siemens等整机生产商, 国内客户仍主要为国内大型电力集团及其他风电场投资人。公司销售模式、销售渠道以及结算方式均未发生重大变化。

2015年, 公司风塔销售量为289,386吨, 较上年增加57.34%, 主要系公司积极开拓国内外市场, 品牌获得主要客户认可所致。销售均价方面, 公司风塔销售平均价格有所下降, 主要系钢材等原材料价格下降所致。2015年, 公司风塔销售均价为7,290.58元/吨, 较上年下降1.54%。产销率方面, 2015年, 公司风塔产销率为98.99%, 较上年下降2.88个百分点, 变动不大。2016年1~3月, 公司风塔销售均价为8,147.86元/吨, 较上年提高11.76%, 主要系公司为部分海外项目增加运输等增值服务所致; 公司风塔产量和销量均占2015年全年的15.50%左右。

表 9 2014~2016 年 1 季度公司风塔销售情况

项目	2014 年	2015 年	2014~2015 变动情况	2016 年 1~3 月
生产量 (吨)	180,547	292,352	61.93	45,394.29
销售量 (吨)	183,919	289,386	57.34	44,887.06
产销率 (%)	101.87	98.99	下降 2.88 个百分点	98.88
销售均价 (元/吨)	7,404.67	7,290.58	-1.54	8,147.86

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

从销售区域来看, 2015年, 国内风电行业的高速发展, 风电装机容量快速增长, 使公司在国内的销售收入增长较快。公司国内销售收入达到9.17亿元, 较上年增长127.76%, 主要系国内西北地区市场需求旺盛, 包头公司积极开拓新客户所致。2015年, 公司国外地区销售收入为12.32亿元, 较上年增加23.19%, 主要系公司加大市场开拓力度所致。随着国内销售收入上升, 2015年, 公司国内销售收入占公司总销售额比重较上年提高13.97个百分点至42.68%。受国内风电场冬季建设速度放缓等因素影响, 2016年1~3月, 公司国内销售收入占公司总销售额比重大幅下降至8.09%。

表 10 2012~2016 年 1 季度公司销售情况 (单位: 万元、%)

主要地区	2014 年		2015 年		2014-2015 变动情况		2016 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额变动	占比变动	金额	占比
国外	99,967.93	71.29	123,154.60	57.32	23.19	-13.97	34,961.34	91.91
国内	40,263.97	28.71	91,706.65	42.68	127.76	13.97	3,078.67	8.09
合计	<b>140,231.89</b>	<b>100.00</b>	<b>214,861.25</b>	<b>100.00</b>	<b>53.22</b>	<b>--</b>	<b>38,040.01</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

从客户集中度情况来看, 2015 年, 公司主要销售客户仍包括 Vestas、GE 和 Siemens。2015 年, 公司对三大客户的合并销售收入占当期营业收入比重的 49.30%, 较上年下降 16.90 个百分点, 主要系国内市场前景气度较高, 公司对国内客户销售额大幅上涨所致。公司产品销售在一定程度上依赖于 Vestas、GE 和 Siemens 三大风电巨头公司的订单, 另一方面, 因为三大风电巨头公司为全球风电行业标杆企业, 整体商业信用较好, 公司与 Vestas、GE 和 Siemens 未发生坏账情况, 且账龄都在 1 年以内。2015 年, 公司前五大客户的销售收入总额为 14.89 亿元, 占总销售收入比重为 68.42%, 较上年变化不大。

表 11 2014~2015 年公司前五大客户销售情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	销售客户	销售金额	销售占比
2014 年	1	客户一	80,991.58	57.76
	2	客户二	6,748.71	4.81
	3	客户三	5,085.15	3.63
	4	客户四	3,693.24	2.63
	5	客户五	3,493.61	2.49
		合计	<b>100,012.28</b>	<b>71.32</b>
2015 年	1	客户一	82,477.17	37.90
	2	客户二	21,707.81	9.98
	3	客户三	19,880.79	9.14
	4	客户四	16,318.30	7.50
	5	客户五	8,476.73	3.90
		合计	<b>148,860.79</b>	<b>68.42</b>

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

总体看, 公司市场拓展力度较大, 风塔产品销量大幅增加。受西北地区市场需求旺盛影响, 公司国内销售收入占比提升较为明显; 公司下游客户集中度仍然较高。

### 3. 重大事项

#### (1) 非公开发行 A 股股票

2015 年 6 月, 公司召开的第二届董事会 2015 年第九次临时会议审议通过了《关于公司非公开发行 A 股股票方案的议案》等议案。公司于 2016 年 8 月 5 日收到中国证券监督管理委员会 (以下简称“中国证监会”) 出具的《关于核准天顺风能 (苏州) 股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可 (2016) 1494 号), 核准公司非公开发行不超过 39,062.50 万股新股, 募集资金总额不超过 20.00 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额拟用于风力发电开发项目投资和补充流动资金。

表 12 公司非公开发行股票拟投资项目（单位：万元）

项目类型	项目名称	项目总投资额	募集资金拟投入额	项目总投资额
风力发电 开发项目	宣力新能源菏泽鄄城左营风电场项目（150MW）	121,919.01	70,000.00	121,919.01
	宣力新能源南阳桐柏歌马岭风电场项目（100MW）	84,171.68	50,000.00	84,171.68
	宣力新能源菏泽牡丹李村风电场项目（80MW）	73,645.46	40,000.00	73,645.46
	补充流动资金	40,000.00	40,000.00	40,000.00
	<b>合计</b>	<b>319,736.15</b>	<b>200,000.00</b>	<b>319,736.15</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

本次发行前，上海天神持有公司的股权比例为 35.80%，为公司控股股东。严俊旭先生持有上海天神 100% 的股权，并直接持有公司 0.72% 的股权，直接和间接合计持有公司 36.52% 的股权，为公司实际控制人。按本次发行股份数量的上限计算，本次发行完成后，上海天神持有公司股权比例将变更为 28.35%，仍处于控股地位，严俊旭先生直接和间接合计持有公司股权比例将变更为 28.92%，本次发行不会导致公司控制权发生变化。

总体看，公司本次非公开发行股票有利于缓解公司资金压力，改善公司财务状况，增强抗风险能力，为公司业务领域拓展和长期发展提供资金支持，加快公司在新能源开发领域的战略布局。

## （2）风电场业务运营业务

公司目前主营业务为风塔及零部件产品的生产和销售，同时公司确立了风电场业务运营业务作为发展方向。截至 2015 年底，公司各风电场项目处于在建或筹建状态。2015 年，公司已取得非公开发行股票拟投资项目山东、河南共计 330MW 风电项目核准，计划在 2016 年陆续开始投资建设。风电场项目销售一般依照国家政策和项目核准时的并网承诺，在项目建设过程中，公司与当地电网公司签署购售电协议，将风电场所发电量并入指定的并网点，实现电量交割。其中电量计量由电网公司指定的计量装置按月确认，电价按照国家能源价格主管部门确定的区域电价或特许权投标电价。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目计划投资总额为 61.80 亿元，已完成投资额为 13.12 亿元，尚需投资 48.68 亿元。从公司制定的投资计划来看，2016 年年内，公司尚需投入 11.23 亿元；2017 年和 2018 年，公司计划投入的资金规模分别达 25.15 亿元和 3.23 亿元。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。

截至 2016 年 3 月底，公司哈密风电项目已并网确认补贴电价，预计 2016 年 8 月整体投入运行。

表 13 公司在建和拟建风电场业务运营业务（单位：%、万元）

项目名称	项目情况介绍	工程进度	计划投资	截至 2016 年 3 月底已完成投资	计划投资金额			资金来源
					2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	
哈密风电	哈密十三师三塘湖 30 万千瓦整装风电工程（预计装机容量 300MW）	90.00	210,000	136,023.00	52,977.00	21,000.00	--	自筹和融资租赁
广西上思	广顺上思四方岭风电场一期工程（预计装机容量 50MW）	1.79	40,000	716.70	83.30	35,200.00	4,000.00	自筹和银行融资
菏泽广顺	宣力新能源菏泽牡丹李村风电场（预计装机容量 80MW）	0.03	69,000	18.34	20,681.66	41,400.00	6,900.00	暂定自筹和银行项目贷款
鄄城广顺	宣力新能源菏泽鄄城左营风电场项目（预计装机容量 150MW）	0.02	127,000	27.78	38,072.22	76,200.00	12,700.00	暂定自筹和银行项目贷款
南阳	宣力新能源南阳桐柏歌	0.06	87,000	50.27	500	77,749.73	8,700.00	暂定自筹和

广顺	马岭风电场项目（预计装机容量 100MW）							银行项目贷款
济源天顺	宣力新能源济源王屋长树岭风电场项目（预计装机容量 50MW）	--	45,000	--	--	--	--	--
白城天成	吉林白城查干浩特风电场一期工程（预计装机容量 50MW）	0.88	40,000	351.57	50	--	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>618,000.00</b>	<b>137,187.66</b>	<b>112,364.18</b>	<b>251,549.73</b>	<b>32,300.00</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，未来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。

#### 4. 经营关注

##### （1）客户相对集中的风险

跟踪期内，公司主要销售客户仍包括 Vestas、GE 和 Siemens。2015 年，虽然三大客户的合并销售收入占当期营业收入的比重有所下降，但该比重仍达到 49.30%。公司销售收入一定程度上依赖于以上三家风电巨头的订单。若公司与 Vestas、GE 和 Siemens 这三大公司合作发生变动，或不能持续挖掘其他客户扩大市场份额，则公司的经营业绩将受到较大不利影响。

##### （2）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，跟踪期内，大宗商品价格低位运行有利于公司保持较高的毛利水平。但此类材料的价格受供求关系、宏观经济环境、政府的价格控制措施等因素影响，若未来公司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公司的生产成本、财务状况和经营业绩产生不利影响。

##### （3）汇率波动风险，国际贸易壁垒风险

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。

##### （4）在建项目规模较大，资金支出压力较高

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。

#### 5. 未来发展

从企业未来发展战略来看，公司立足新能源行业，在陆上大型风塔、海上风塔、叶片、风电零部件等领域，不断研发新工艺、新技术，保证高质量、低成本、及时交付及数字化、信息化的定制产品服务能力。公司将积极研发新工艺、新技术，不断提升新能源设备质量、较低生产成本。在大型陆上风塔、海上风塔等领域，公司将依托其客户资源，全力打造满足客户需求的新能源设备零部件供应链平台。实现新能源设备“560”战略目标，即用5年时间，到2020年新能源设备业务年销售收入达到60亿元。在新能源开发领域，公司围绕风能等清洁能源项目和环保项目进行投资开发与运营公司将积极推进风能、太阳能等清洁能源和节能环保项目投资开发与运营；公司计

划到2020年总投资额达到150亿元。

从具体经营计划来看，公司将以大规模定制化作为未来生产制造新能源装备首要手段，进一步巩固在大型风塔和海上风塔领域的领先优势和品牌优势。在满足集团内部零部件需求的同时，以战略客户为重点，为客户提供具有较强市场竞争力的风塔零部件及相关产品的供应链管理服务。公司将提升风电和光伏等新能源项目的资源开发能力，扩大项目储备规模；加强从项目设计、施工到运营维护全过程的精细化管理，确保项目建设质量，降低项目度电成本；2016年，公司在完成前期新疆300MW风电项目并网发电的基础上，计划推进山东和河南等地共计330MW风电项目的投资建设工作。

总体看，公司发展战略目标明确，切实可行，未来持续运营发展可期。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2015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，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2016年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则，同时公司财务报表符合中国证券监督管理委员会最新的披露规定。

2015年，因非同一控制下企业合并，公司将宣力节能环保控股有限公司、哈密宣力风电场开发有限公司和北京宣力新能源开发有限公司纳入财务报表合并范围；并投资新设菏泽广顺新能源有限公司、鄄城广顺新能源有限公司和济源市天顺新能源有限公司。由于新增企业规模较小，且公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较高。

截至2015年底，公司合并资产总额46.43亿元，负债合计23.34亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.09亿元，其中归属于母公司所有者权益22.59亿元。2015年，公司实现营业收入21.76亿元，净利润（含少数股东损益）3.03亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.03亿元；经营活动产生的现金流量净额3.39亿元，现金及现金等价物净增加额2.73亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额43.32亿元，负债合计19.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.78亿元，其中归属于母公司所有者权益23.28亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入3.88亿元，净利润（含少数股东损益）0.70亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.70亿元；经营活动产生的现金流量净额0.19亿元，现金及现金等价物净增加额-2.48亿元。

### 2. 资产质量

截至2015年底，公司合并资产总额为46.43亿元，较年初增长56.22%，主要系公司流动资产和非流动资产同时增长所致，其中流动资产占比58.08%，非流动资产占比41.92%，流动资产占比下降2.53个百分点。

截至2015年底，公司流动资产合计26.97亿元，较年初增长49.70%，主要系货币资金和应收账款增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比24.02%）、应收账款（占比30.90%）、存货（占比11.14%）和其他流动资产（占比27.02%）构成。

截至2015年底，货币资金余额为6.48亿元，较年初增长76.45%，主要系公司新增合并单位哈密宣力风力发电有限公司为新建风电场项目所筹集的资金较多所致。公司货币资金主要由银行存款（占比96.12%）构成。公司货币资金中使用受到限制的金额为0.27亿元（占比4.16%）。

截至2015年底，公司应收账款账面价值为8.33亿元，较年初增长76.41%，主要系公司销售规模大幅增长所致。从账龄来看，公司应收账款账龄在一年以内的占比94.52%；公司共计提坏账

准备 0.51 亿元，计提比例为 5.69%。

截至 2015 年底，公司存货账面价值为 3.01 亿元，较年初减少 14.58%，主要系公司清理积压存货，按可变现净值低于账面成本的差额提取了存货跌价准备所致。公司存货主要由原材料（占比 38.85%）、在产品（占比 33.41%）和库存商品（占比 27.39%）构成；公司累计对其存货计提 0.26 亿元（计提比例 7.83%）跌价准备。

截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 7.29 亿元，较年初增长 34.68%，主要系公司购买理财产品数量增长所致。截至 2015 年底，公司共持有银行理财产品 6.40 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 19.46 亿元，较年初增长 66.27%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占比 38.70%）、在建工程（占比 33.70%）和其他非流动资产（占比 11.12%）构成。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 7.53 亿元，较年初减少 6.18%，主要系公司清理积压贬值设备，按可变现净值低于账面成本的差额提取了资产减值准备所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 57.98%）和机器设备（占比 40.37%）构成。截至 2015 年底，公司对固定资产累计计提折旧 1.94 亿元（计提比例 20.03%），公司对固定资产计提减值准备 0.22 亿元（计提比例为 2.31%）；公司固定资产成新率为 80.64%，成新率较高。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 6.56 亿元，较年初大幅增长 8,734.54%，主要系公司新并入新疆风电场在建项目所致。新疆风电场在建项目已接近投产，公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产合计 2.16 亿元，较年初增长 2,018.16%，主要系新建风电场项目所预付的风电场开发前期咨询费用较多所致；其中，预付风电场项目开发费用占比 99.78%、预付的设备款占比 0.22%。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 43.32 亿元，较年初减少 6.70%，主要系公司将到期银行理财产品用于偿还到期债务，导致流动资产减少所致。公司资产负债表中流动资产占比 53.93%，非流动资产占比为 46.07%；流动资产占总资产比重进一步下降。

总体看，跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，由于风塔及风电场不断建设投产，固定资产和在建工程占用资金较大。流动资产方面，公司货币资金使用受到限制的比例较低；应收账款增长较快，对公司资金形成一定占用，但账龄较短，回收风险较低。综合看，公司整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 23.34 亿元，较年初增长 144.48%，主要系流动负债大幅增长所致；公司负债结构较年初变化不大，其中流动负债占比 86.44%，非流动负债占比 13.56%。公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 20.18 亿元，较年初增长 112.68%，主要系应付票据、应付账款以及其他应付款大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 21.87%）、应付票据（占比 24.73%）、应付账款（占比 20.96%）和其他应付款（占比 28.10%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 4.41 亿元，较年初减少 6.63%，主要系公司削减短期贷款规模所致。公司短期借款由质押借款（占比 14.75%）、抵押借款（占比 8.31%）和信用借款（占比 77.12%）构成。

截至 2015 年底，公司应付票据为 4.99 亿元，较年初增长 86.52%，主要系公司增加票据结算比例，公司应付票据均由银行承兑汇票构成。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 4.23 亿元，较年初增长 257.55%，主要系公司风电场项目全面投入建设，期末应付的工程、设备款相应增长所致。公司应付账款主要由应付货款（占比 42.01%）和应付工程、设备款（占比 54.26%）构成。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 5.67 亿元，较年初增长 3,392.48%，主要系公司期末代收代付的融资租赁直租款增长所致<sup>3</sup>。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 3.16 亿元，较年初增长 5,137.20%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 91.66%）构成。

截至 2015 年底，公司新增长期借款 2.90 亿元，主要系子公司苏州天顺新能源科技有限公司以机械设备为抵押物，按照售后回租的方式获得融资款。截至 2015 年底，公司长期借款中 2017 年到期的金额为 0.4 亿元，2018 年年内到期的金额为 2.5 亿元。

截至 2015 年底，公司全部债务为 18.09 亿元，较年初增长 144.51%；其中短期债务占 83.97%，长期债务占 16.03%，债务结构以短期债务为主，有待优化调整。截至 2015 年底，由于公司债务和融资租赁规模扩大，公司长期债务资本化比率由年初的 0.00% 上升至 11.16%，全部债务资本化比率由年初的 26.84% 上升至 43.93%，公司资产负债率由年初的 32.12% 上升至 50.27%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 19.54 亿元，较年初减少 16.29%；公司负债结构仍以流动负债（占比 88.63%）为主，公司负债结构较年初变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 14.18 亿元，较年初减少 21.65%；其中短期债务占比 85.89%，较年初提高 1.92 个百分点；长期债务占 17.23%。

截至 2016 年 3 月底，公司长期债务资本化比率为 14.11%，较年初下降 1.92 个百分点；全部债务资本化比率为 37.35%，较年初下降 6.58 个百分点；资产负债率为 45.10%，较年初下降 2.18 个百分点，公司负债水平及债务负担较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，随着业务规模的扩大和风电场项目建设的不断推进，公司扩大融资规模，负债规模持续增长。公司债务结构以流动负债为主，债务结构有待改善；债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 23.09 亿元，较年初增长 14.46%，主要系未分配利润增加所致。截至 2015 年底，公司股本为 8.23 亿元，较年初增长 100.00%，主要系公司以股本 41,150 万股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，共计转增股本 41,150 万股，转增后公司总股本变更为 82,300 万股。截至 2015 年底，公司未分配利润为 6.83 亿元，较年初增长 55.82%，主要系公司净利润增加所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 97.83%，其中股本占比 36.43%、资本公积占比 29.60%、盈余公积占比 3.81%、未分配利润占比 30.26%，公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 23.78 亿元，较年初增长 2.98%，权益结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性尚可。

<sup>3</sup> 公司其他应付款全部为代收代付融资租赁款合计 5.67 亿元，已纳入公司短期债务进行测算。

#### 4. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入21.76亿元，较上年增长55.17%，主要系风塔业务收入大幅增长所致；营业成本为15.43亿元，较上年增长42.39%，主要系原材料采购规模扩大所致；营业成本增幅小于营业收入，系主要原材料采购价格下降所致。2015年，公司实现净利润3.03亿元，较上年增长73.53%；实现归属于母公司所有者的净利润3.03亿元，较上年增长73.38%。

从期间费用看，2015年，公司期间费用总额为2.08亿元，较上年增长29.45%，主要系管理费用、销售费用增长所致。2015年，公司财务费用为0.31亿元，较上年减少6.83%，主要系2015年公司对汇兑风险控制较好，导致公司汇兑损失大幅减少所致。2015年，公司管理费用为1.15亿元，较上年增长36.08%，主要系公司合并范围内经营主体较上年增加所致。2015年，公司销售费用为0.62亿元，较上年增长44.33%，主要系公司销售规模扩大，与销售相关费用相应增长所致。2015年，公司费用收入比由上年的11.45%下降至9.55%，公司整体费用控制能力进一步加强。

2015年，公司计提资产减值损失0.62亿元，较上年增长568.01%，主要系公司积极清理积压资产，计提存货跌价损失和固定资产减值损失共0.41亿元所致；投资收益为0.26亿元，较上年减少46.81%，主要系处置相关金融资产的收益减少所致；营业外收支净额为0.01亿元，较上年有所减少。

从盈利指标来看，2015年，受公司利润大幅增长影响，公司总资本收益率由2014年的6.85%提高至9.47%，总资产报酬率由2014年的7.33%提高至10.00%，净资产收益率由2014年的8.95%提高至14.02%。公司盈利能力有所提高。

2016年1~3月，受风电行业政策利好影响，公司销售规模扩大，实现营业收入3.88亿元，较上年同期增长19.65%；利润总额0.85亿元，较上年同期增长75.22%；净利润为0.70亿元，较上年同期增长80.15%。

总体看，跟踪期内，作为我国风塔制造行业占主导地位的生产商，受益于风塔行业行情回暖，公司收入规模大幅增长，盈利能力有所增强。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动现金流入20.42亿元，较上年增长24.12%，主要系销售规模扩大所致；公司经营活动现金流出17.03亿元，较上年增长15.09%，主要系业务规模扩大，购买原材料、接受税费及员工薪酬增长。受原材料价格下降影响，公司经营活动现金流入的增幅大于流出的增幅。2015年，公司经营活动现金净流入3.39亿元，较上年增长104.75%。2015年，公司现金收入比由上年的109.16%下降至87.29%，主要系部分应收账款未在期末收回所致。

投资活动方面，2015年，公司投资活动产生现金流入为37.93亿元，较上年增长116.13%，主要系收回投资收到的现金；公司投资活动产生现金流出为51.78亿元，较上年增长187.65%，主要系公司新疆风电场项目建设支出较大所致。综上，2015年，公司投资活动现金净流出规模为13.65亿元，较上年大幅增长15,171.03%。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流入合计31.56亿元，较上年增加308.09%，主要系公司新建风电场项目融资租赁融资规模扩大所致；公司筹资活动现金流出合计18.44亿元，较上年增加76.68%，主要系公司支付大量融资租赁款所致。综上，2015年，公司筹资活动现金净流入13.12亿元，较上年减少584.89%。

2016年1~3月，公司经营活动现金流量净流入额为0.19亿元，较上年同期减少58.83%，主要系购买商品支出较上年同期增加所致；公司投资活动现金流量净流入额为0.90亿元，较上年同期

期减少 68.94%，主要系保理业务发放本金、融资租赁业务支付资产采购款增加，且新增珠海南方广立风电设备有限公司并购款所致；公司筹资活动现金流量净流出额 3.57 亿元，较上年同期增加 601.77%，主要系新建风电场项目取得的融资租赁资金本期支付较多所致。

总体来看，跟踪期内，公司继续保持着较大规模的经营净现金流入，收入实现质量有所下降；但公司投资活动现金需求较大，仍然对外部筹资存在依赖。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率由上年底的 1.90 倍降低至 1.34 倍，速动比率由上年底的 1.53 倍降低至 1.19 倍；主要系公司风电场项目全面投入建设，期末应付的工程、设备款增长较快所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 0.76 倍，较上年底的 0.52 倍有所提升，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所提高；经营现金流动负债比率由上年底的 17.46% 下降至 16.81%，变化不大。整体看，公司短期偿债能力较强。

2015 年，公司 EBITDA 较上年大幅增长 59.92% 至 4.28 亿元，主要系利润总额增长所致；主要由折旧（占 10.44%）、摊销（占 0.65%）、计入财务费用的利息支出（占 5.22%）和利润总额（占 83.69%）构成。从长期偿债能力指标看，2015 年 EBITDA 利息倍数由上年的 18.78 倍下降至 9.70 倍，主要系债务的增长导致利息支出增长所致；EBITDA 全部债务比由上年的 0.36 倍下降至 0.24 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可；公司经营现金债务保护倍数由上年的 0.22 倍上升至 0.27 倍。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G9932058500044900M），截至 2016 年 6 月 22 日，公司已结清信贷及未结清贷款中，无不良类或关注类贷款。

截至 2016 年 3 月底，公司无重大诉讼或未决事项、对外担保事项。

总体看，跟踪期内，虽然公司部分偿债指标水平较上年有所下降，但考虑到公司突出的行业地位、较强的盈利能力及充裕的现金类资产，公司仍具有很强的偿债能力。

### 七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（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）达 4.53 亿元，约为“16 天顺 01”本金合计（4 亿元）的 1.13 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 23.78 亿元，约为“16 天顺 01”本金合计（4 亿元）的 5.95 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 天顺 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 3.81 亿元，约为“16 天顺 01”本金合计（4 亿元）的 0.95 倍，公司 EBITDA 对“16 天顺 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 20.42 亿元，约为“16 天顺 01”本金合计（4 亿元）的 5.11 倍，公司经营活动现金流入量对“16 天顺 01”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为我国风塔制造和风电行业占主导地位的生产商，公司经营规模较大，经营获现能力较强，盈利能力较强。联合评级认为，公司对“16 天顺 01”的偿还能力仍属很强。

## 八、综合评价

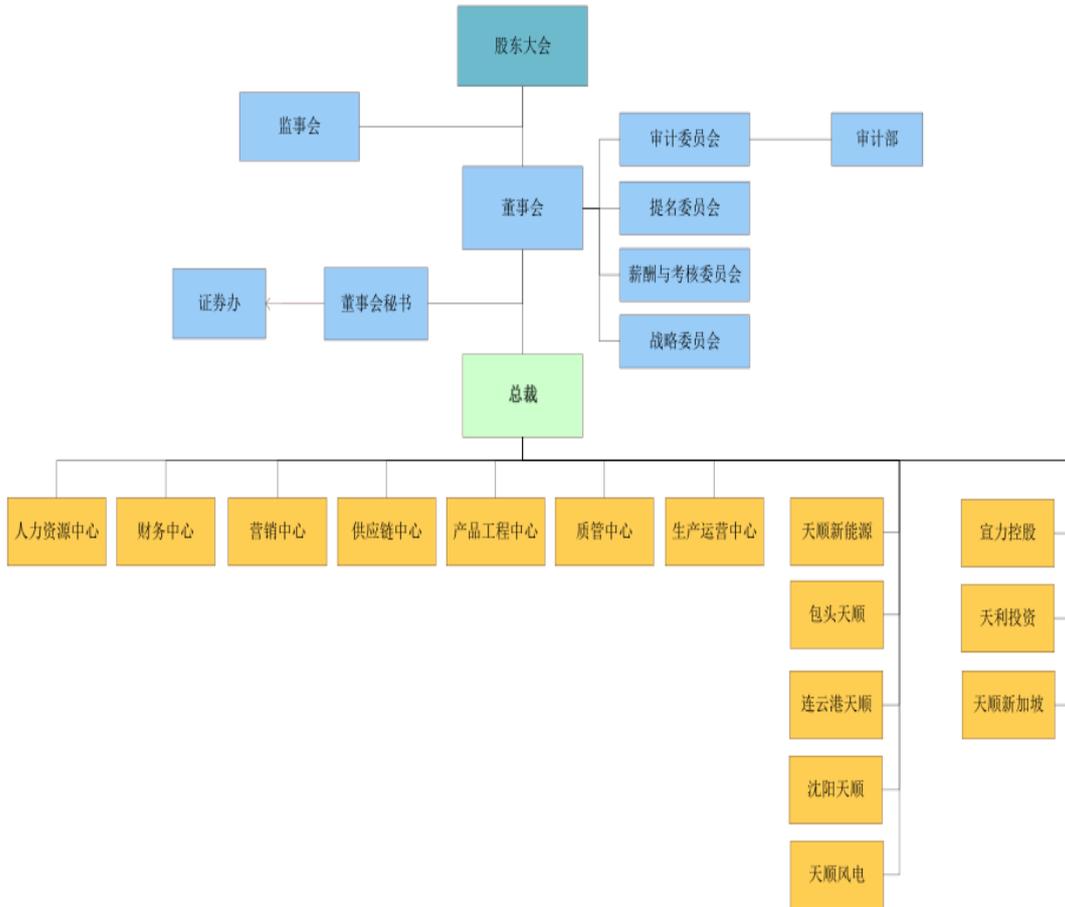
跟踪期内，公司作为全球领先的风塔生产商、国内风塔行业龙头，在行业地位、技术水平、客户资源等方面仍具有显著优势。公司风塔销售收入大幅增长，受益于主要原材料价格的下降，盈利能力也有所增强，经营活动现金流状况良好；公司非公开发行股票已获核准，待完成后，公司资本实力和整体抗风险能力将进一步增强。

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、公司现金回款速度慢于营业收入、应收账款增加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。

基于对公司主体长期信用以及“16 天顺 01”债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 天顺 01”的债项信用等级“AA”。

### 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 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	29.72	46.43	43.32
所有者权益（亿元）	20.17	23.09	23.78
短期债务（亿元）	7.40	9.52	9.61
长期债务（亿元）	0.00	2.90	2.00
全部债务（亿元）	7.40	12.42	11.61
营业收入（亿元）	14.02	21.76	3.88
净利润（亿元）	1.75	3.03	0.70
EBITDA（亿元）	2.16	3.81	--
经营性净现金流（亿元）	1.66	3.39	0.19
应收账款周转次数(次)	2.82	3.20	--
存货周转次数（次）	3.63	4.55	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.57	--
现金收入比率（%）	2.82	3.20	0.47
总资本收益率（%）	6.85	10.33	--
总资产报酬率（%）	7.33	10.00	--
净资产收益率（%）	8.95	14.02	2.97
营业利润率（%）	22.47	28.64	35.29
费用收入比（%）	11.45	9.55	14.63
资产负债率（%）	32.12	50.27	45.10
全部债务资本化比率（%）	26.84	34.98	32.80
长期债务资本化比率（%）	0.00	11.16	7.76
EBITDA 利息倍数（倍）	15.17	8.62	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.24	--
流动比率（倍）	1.90	1.34	1.35
速动比率（倍）	1.53	1.19	1.18
现金短期债务比（倍）	0.52	0.76	0.47
经营现金流流动负债比率（%）	17.46	16.81	1.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.67	1.07	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

### 附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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+拆入资金

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

EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

## 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。