

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1396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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开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）股份有限公司公开发行的“16 天顺 01”的债券信用等级为 AA**

**天顺风能（苏州）股份有限公司公开发行的“17 天顺债”的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十九日

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 2019 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	3+2	AA	AA	2018/6/19
17 天顺债	4 亿元	2+1	AAA	AAA	2018/6/19

“17 天顺债”担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

## 主要财务数据：

### 发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	79.39	100.63	127.67	136.29
所有者权益（亿元）	46.63	49.62	53.41	54.06
长期债务（亿元）	14.22	16.90	26.25	26.78
全部债务（亿元）	25.69	43.33	64.27	71.54
营业收入（亿元）	23.08	32.38	38.34	8.42
净利润（亿元）	4.12	4.77	4.81	0.89
EBITDA（亿元）	6.36	8.00	9.02	--
经营性净现金流（亿元）	5.52	-1.30	6.20	-1.89
营业利润率（%）	34.58	28.40	27.80	27.48
净资产收益率（%）	11.82	9.92	9.34	1.66
资产负债率（%）	41.26	50.69	58.16	60.34
全部债务资本化比率（%）	35.52	46.62	54.61	56.96
流动比率（倍）	2.37	1.31	1.25	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.18	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.05	7.41	4.95	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.80	1.00	1.13	--

### 担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	82.02	78.99	134.70	196.15
所有者权益合计（亿元）	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	9.34	11.01	15.05	13.49
期末担保责任余额（亿元）	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保放大倍数（倍）	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.16	0.11	0.08	0.29

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、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、公司长期应付款已计入长期债务核算。

## 评级观点

2018 年，天顺风能（苏州）股份有限公司（以下简称“公司”或“天顺风能”）作为全球领先的风塔生产商，风塔销售收入和新增订单量均大幅增长；同时，菏泽、南阳风电场项目实现部分并网运营，风力售电收入增长明显；此外，公司加强应收账款回款管控，经营活动现金流状况大幅改善。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到原材料价格上涨、大额应收账款对资金占用明显、债务规模增长较快且整体债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司风力发电塔架制造和风电场建设运维两大核心业务的推进，公司综合实力有望保持稳定。

“17 天顺债”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，高新投总资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“17 天顺债”的信用水平具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 天顺 01”的债项信用等级为 AA、“17 天顺债”的债项信用等级 AAA。

## 优势

1. 公司作为全球领先的风塔生产企业，行业地位突出，在技术水平、客户资源等方面仍维持一定的竞争优势。

2. 2018 年，公司新签订单增长较快，风塔产能利用率和产销量均处于较高水平，销售收入保持增长。

3. 随着菏泽、南阳风电场项目实现部分并网运营，公司风力发电收入大幅增长，整体运营情况良好。

4. 2018 年，公司加强对应收账款回款的



管控与催收力度，经营活动现金流状况大幅改善。

#### 关注

1. 公司风塔产品原材料以钢板为主，2018 年钢材价格大幅上涨，公司面临较大的成本控制压力。

2. 公司资产受限规模较大，大额应收账款对资金占用明显，整体资产质量一般。

3. 公司债务规模增长较快，债务负担大幅加重，且短期债务占比较高，债务结构有待改善。

#### 分析师

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

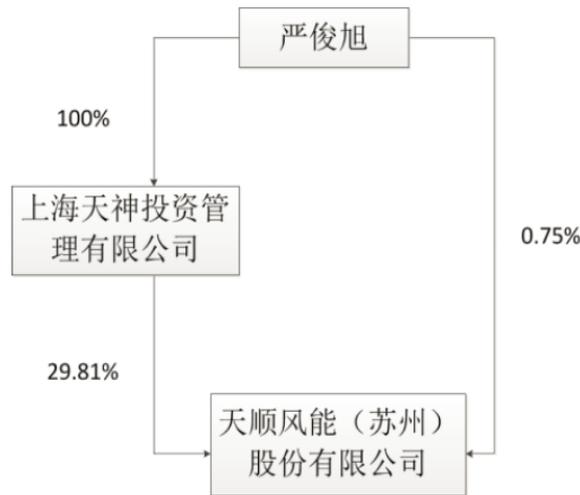
本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

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日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。后经过多次配股和增发新股，截至2019年3月底，公司总股本为177,901.90万元，其中上海天神投资管理有限公司（以下简称“上海天神”）持股比例为29.81%，为公司控股股东；自然人严俊旭先生为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权关系图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月 1 日，上海天神持有公司股份 53,035.20 万股，占公司总股本的 29.81%，累计质押公司股份 26,962.00 万股，占其所持有公司股份的 50.84%，占公司股份总数的 15.16%。

2018 年，公司经营范围、组织结构均未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围内子公司 28 家。截至 2018 年底，拥有在职员工 1,254 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 127.67 亿元，负债合计 74.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 52.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 38.34 亿元，净利润（含少数股东损益）4.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.88 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 136.29 亿元，负债合计 82.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 52.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.42 亿元，净利润（含少数股东损益）0.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.59 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、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕404号文核准，公司获准面向合格投资者发行不超过8亿元（含）的公司债券。

### （1）16天顺01

公司于2016年6月24日发行“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）”，并于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”。“16天顺01”发行金额为4.00亿元，期限为5年期，附第3年末公司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，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。

截至2018年底，“16天顺01”募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，符合债券《募集说明书》约定的募集资金使用安排。

公司已于2018年6月22日支付了“16天顺01”自2017年6月22日至2018年6月21日期间的利息。

2019年5月16日，公司发布《关于“16天顺01”投资者回售申报情况的公告》，“16天顺01”的回售数量为3,846,890张，回售金额为384,689,000元（不含利息），剩余托管量为153,110张。回售金到账日为2019年6月24日（2019年6月22日为周末，因此回售资金到账日顺延至2019年6月24日）。

### （2）17天顺债

公司于2017年8月11日发行“天顺风能（苏州）股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券”，并于2017年9月11日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“17天顺债”，债券代码“112567.SZ”。“17天顺债”发行金额为4.00亿元，期限为3年，附第2年末公司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。“17天顺债”债采取单利按年付息，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。“17天顺债”由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至2018年底，“17天顺债”募集资金已全部用于调整公司债务结构和补充公司流动资金，符合债券《募集说明书》约定的募集资金使用安排。

公司已于2018年8月14日支付了“17天顺债”自2017年8月14日至2018年8月13日期间的利息。

## 三、行业分析

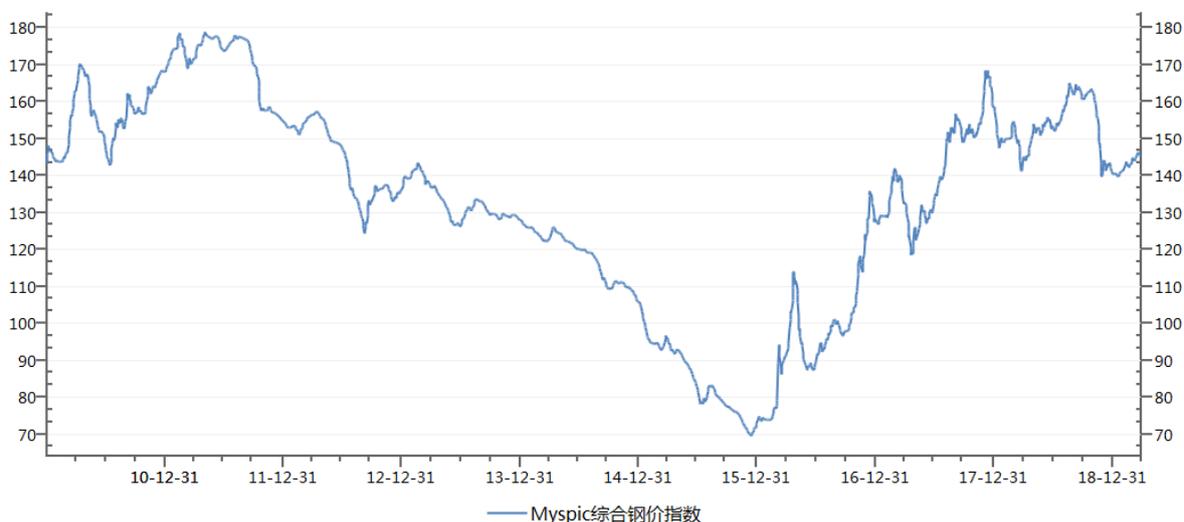
### 1. 行业概况

风塔及零部件是风机的组成部分之一。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，风塔是整套风机的支撑。风塔是风机的重要组成部分，风塔成本约占风机总成本的20%左右。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。

从上游情况看，风塔制造的主要原材料为钢板。钢材价格的变化对风塔制造企业成本有一定影响。2011年以来，由于钢铁行业产能严重过剩，市场需求不足，钢材价格持续下跌至2015年

底。2016年以来，钢铁行业供给侧改革、淘汰落后产能等一系列措施效果显现，钢价大幅上涨；进入2018年，钢材价格整体呈上升趋势，第四季度有所回落。原材料成本大幅上升对风塔制造企业有一定影响。

图2 钢材综合价格指数



数据来源：Wind

从下游风电装机容量情况看，2018年，全球风电新增装机容量51.3GW，累积装机容量达到591GW；其中，国内新增并网风电装机20.59GW，同比增长37%。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。

政策方面，特高压线路能在很大程度上解决风电并网问题。目前，中国风电特高压的规划和建设都集中在北方，尤其是“三北”地区，解决了弃风限电问题之后，未来“三北”地区仍然是风电发展主力军。2018年9月，国家能源局下发的《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》提出9项输变电线路，有望激活特高压新一轮开工潮。2019年4月16日，国家发改委价格司召开“2019年风电上网电价政策讨论会”，要求2018年底前核准的风电项目于2020年底前完成并网工作，否则将重新参与竞价；进一步刺激国内风电抢装。

2019年1月，国家发改委、国家能源局发布了《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，公布了未来推进风电和光伏发电平价上网的有关要求和支持政策，进一步推动风电、光伏发电的平价上网进程。

总体看，2018年，我国风电行业发展平稳，但上游原材料价格的上涨对风塔制造企业有一定影响；随着特高压工程的推进，以及并网时间限制，风电装机总量将进一步提高；同时，风电平价上网将有序推进。

## 2. 行业关注

### (1) 汇率波动的风险

风电行业的整机厂商部分源自海外公司，国内风塔公司的销售收入部分来自于出口，结算货币多为美元，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，近年来钢铁和其他金属类大宗商品价格波动较大，对风塔制造企业成本控制带来挑战。

3. 行业发展

在国内市场，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。

总体看，国家鼓励风电项目有规划的稳健施行，政策对风电行业的扶持力度较大。

四、管理分析

2018 年，公司原董事金亮先生因个人原因离任，其他核心管理团队人员无变动。公司管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司仍以风力发电塔架生产、销售以及风力发电项目投资、运营为主业；近两年，主营业务收入占比均在 95% 以上，公司主营业务十分突出。2018 年，公司实现营业总收入 38.34 亿元<sup>1</sup>，同比增长 18.39%，风电设备及风电运营收入均有所增长；受综合毛利率下降、期间费用增长以及投资收益同比减少等因素综合影响，公司实现净利润 4.81 亿元，同比增长 0.79%，增速小于收入。

表 1 2016~2018 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风塔及相关产品	215,760.56	95.32	32.73	290,302.16	91.59	24.07	330,724.32	89.34	21.60
风力发电	8,786.00	3.88	53.15	23,870.67	7.53	61.63	35,970.35	9.72	64.14
其他	1,803.01	0.80	97.27	2,789.08	0.88	78.77	3,495.79	0.94	59.91
合计	<b>226,349.58</b>	<b>100.00</b>	<b>34.04</b>	<b>316,961.90</b>	<b>100.00</b>	<b>27.38</b>	<b>370,190.46</b>	<b>100.00</b>	<b>26.05</b>

资料来源：公司年报

从收入构成看，2018 年，受益于风塔产品价格上升，公司风塔及相关产品板块收入规模同比增长 13.92% 至 33.07 亿元；占营业收入的 89.34%，变动不大，仍为公司营业收入的最主要来源。风力发电板块系公司投资运营的风电场并网发电业务，2018 年，公司菏泽李村一期风电场和南阳桐柏歇马岭风电场实现部分并网发电，带动公司风力发电收入同比增长 50.69% 至 3.60 亿元；占营业收入的 9.72%。其他业务板块业务规模较小，对收入贡献有限。

<sup>1</sup> 包含少量利息收入、手续费及佣金收入。

从毛利率水平看，2018年，公司风塔及相关产品毛利率为21.60%，同比下降2.47个百分点，主要系公司生产所需钢材采购均价上涨所致；风力发电业务毛利率为64.14%，同比上升2.51个百分点，主要系哈密风电场弃风率有所下降，整体上网电量上升所致。受以上因素综合影响，2018年，公司综合毛利率为26.05%，同比下降1.33个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业总收入8.42亿元，较上年同期增长35.87%，主要系风电运营规模扩张，同时叶片销售规模扩大所致；实现净利润0.89亿元，较上年同期增长6.26%，增速小于收入，主要系原材料价格上涨所致。

总体看，2018年，公司主营业务经营稳健，公司营业收入有所增长；受钢材等原材料采购价格上升影响，公司综合毛利率水平有所下降。

## 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，公司还生产叶片、风塔门框、托架等相关零部件，并单独销售。

公司生产模式仍为以销定产，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。2018年，受丹麦工厂转型（不再生产风塔产品）以及国内工厂技改升级影响，公司风塔设计产能小幅下降至385,000吨/年，产量同比减少5.77%至378,284吨；产能利用率98.26%，维持在较高水平。

表2 2016~2018年公司风塔产能和产量情况（单位：吨/年、吨、%）

项目	2016年	2017年	2018年
设计产能	315,579	390,000	385,000
生产量	299,028	401,468	378,284
产能利用率	94.76	102.94	98.26

资料来源：公司提供

总体看，2018年，丹麦工厂转型、国内工厂技改影响当期产能释放，公司风塔产量有所下降；产能利用率仍维持在高位。

### (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，其中以钢板为主。

公司根据生产计划进行采购，2018年公司钢板采购量365,368.21吨，有所下降。采购均价方面，受国内钢材价格上涨影响，2018年公司钢板平均采购价格为4,910.16元/吨，同比增长20.93%。受采购均价增长影响，公司2018年采购金额同比增长18.63%至17.94亿元。

表3 2016~2018年公司原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

项目	2016年	2017年	2018年	
钢板	采购量	235,634.36	372,467.79	365,368.21
	采购均价	2,406.37	4,060.24	4,910.16
	采购金额	56,702.23	151,230.87	179,401.58

资料来源：公司提供

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，2018年，公司前五大供应商采购金额为25.24亿元，占公司总采购金额比例为56.57%，集中度较上年有所上升，公司采购集中度较高。

表4 2016~2018年公司前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购金额	采购占比
2016年	供应商一	25,329.85	14.28
	供应商二	18,529.06	10.45
	供应商三	14,976.47	8.44
	供应商四	8,958.99	5.05
	供应商五	5,874.00	3.31
	<b>合计</b>	<b>73,668.37</b>	<b>41.54</b>
2017年	供应商一	50,499.33	11.33
	供应商二	48,866.36	10.96
	供应商三	42,834.57	9.61
	供应商四	35,826.00	8.03
	供应商五	28,930.94	6.49
	<b>合计</b>	<b>206,957.19</b>	<b>46.42</b>
2018年	供应商一	90,663.58	20.32
	供应商二	86,810.78	19.46
	供应商三	41,231.70	9.24
	供应商四	17,843.12	4.00
	供应商五	15,868.67	3.56
	<b>合计</b>	<b>252,417.86</b>	<b>56.57</b>

资料来源：公司年报

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；2018年，受钢材采购价格上涨影响，公司采购金额有所增长，公司成本管控压力加大，采购集中度较高。

### （3）产品销售

2018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。2017年7月，公司与Vestas公司签订2017年度至2020年度《塔架采购框架协议》，双方就风力发电塔架在全球范围内的采购与供应实施战略合作；2018年，该协议履行正常履行。公司销售模式、销售渠道以及结算方式均未发生重大变化。

2018年，公司风塔销售量为380,078吨，较2017年基本持平；新签订单量约55万吨，受益于行业景气度回升以及公司加大市场开拓力度，同比增长45.42%。销售价格方面，受钢材价格上涨影响，公司风塔销售平均价格有所上升，销售均价为8,043.74元/吨。产销率方面，2018公司风塔产销率为100.47%，同比有所上升，处于较高水平。

表5 2016~2018年公司风塔销售情况（单位：吨、%、元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年
生产量	292,352	401,468	378,284
销售量	289,386	381,438	380,078
产销率	98.99	95.01	100.47
销售均价	7,290.58	7,099.60	8,043.74

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2018年，公司国内销售收入占比60.24%，随着公司加大国内市场开拓力度，同比提高6.55个百分点，公司新增订单主要来自国内客户。

从客户集中度情况来看，2018年，公司前五大客户的销售收入总额为18.58亿元，占总销售收入比重为50.18%，较上年变化不大，公司客户集中度较高。

表 6 2016~2018 年公司前五大客户销售情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售金额	销售占比
2016 年	客户一	89,173.75	39.40
	客户二	18,529.06	9.43
	客户三	14,976.47	8.90
	客户四	8,958.99	6.18
	客户五	5,874.00	3.95
	合计	<b>148,860.79</b>	<b>69.28</b>
2017 年	客户一	89,215.92	28.15
	客户二	23,243.26	7.33
	客户三	18,864.46	5.95
	客户四	18,136.62	5.72
	客户五	12,125.42	3.83
	合计	<b>161,585.68</b>	<b>50.98</b>
2018 年	客户一	78,880.36	21.31
	客户二	47,956.51	12.95
	客户三	27,101.62	7.31
	客户四	15,943.10	4.31
	客户五	15,914.78	4.3
	合计	<b>185,796.37</b>	<b>50.18</b>

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司风塔产品销售稳定，市场拓展力度加大，新签订单量大幅增长；公司下游客户集中度仍然较高。

### 3. 风电场运营业务

2015年，公司确立了风电场运营业务作为发展方向，向风电产业链下游延伸的战略。2016年7月，公司投资开发的新疆哈密300MW风电场项目正式并网运营。2018年，公司菏泽李村一期风电场项目、南阳桐柏歇马岭风电场项目实现部分并网发电，公司风力发电业务实现营业收入3.60亿元，同比50.69%。截至2018年底，公司自有风电场并网容量465MW。

经营模式上，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。

经当地政府价格主管部门批准，哈密风电场的上网电价为536元/（MW\*h），其中购电方结算电价为206元/（MW\*h），可再生能源补贴为330元/（MW\*h）。2018年，新疆哈密300MW风电场售电54,170.16万千瓦时。

2018年，南阳桐柏歇马岭风电场的上网电价为610元/（MW\*h），其中购电方结算电价为378元/（MW\*h），可再生能源补贴为232元/（MW\*h）。2018年，南阳桐柏歇马岭风电场100MW

风电场售电 10,796.61 万千瓦时。

2018 年，菏泽李村一期风电场的上网电价为 610 元/（MW\*h），其中购电方结算电价为 395 元/（MW\*h），可再生能源补贴为 215 元/（MW\*h）。2018 年，菏泽李村一期风电场 80MW 风电场售电 10,560.47 万千瓦时。

目前，公司风电场与电网公司标杆电费是发电次月通过现金转账（90%以上）及银行承兑汇票（10%以内）方式结算，账期为 30 天以内。

总体看，2018 年，随着在建风电场项目陆续并网发电，公司风电场运营规模增长明显，对公司营业收入形成了较好补充。

#### 4. 在建及拟建项目

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目 4 个，包括宣力新能源菏泽牡丹李村风电场、宣力新能源菏泽鄄城风电场项目、宣力新能源南阳桐柏歇马岭风电场项目以及苏州天顺风电叶片技术有限公司风能叶片项目。公司在建项目计划总投资 31.71 亿元，截至 2019 年 3 月底，已完成投资 29.20 亿元，尚需投资 2.51 亿元，公司未来资本支出压力较小。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司在建及拟建项目情况（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	已完成投资
菏泽广顺	宣力新能源菏泽牡丹李村风电场	80	74,471	72,642
鄄城广顺	宣力新能源菏泽鄄城风电场项目	150	132,911	126,160
南阳广顺	宣力新能源南阳桐柏歇马岭风电场项目	100	79,831	65,344
苏州天顺风电叶片技术有限公司风能叶片项目	建于常熟，生产 60~80 米叶片	--	29,906	27,900
合计		--	317,119	292,046

资料来源：公司提供

总体看，未来随着公司在建项目的完成，风电装机容量将进一步增长，未来发电业务收入和利润规模将持续提升；公司风能叶片项目的建设有利于公司丰富产品种类，提升产业链完整性；公司未来资本支出压力较小。

#### 5. 经营关注

（1）公司风塔产品国外市场占比较高，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；同时，中美贸易摩擦反复，公司风塔产品在美国市场面临较大的不确定性。

（2）公司风塔及其相关零部件生产原材料以钢、铝等金属为主，原材料价格波动较大，2018 年，钢材价格持续上涨，公司面临较大的成本控制压力。同时，公司上下游集中度较高。

#### 6. 未来发展

（1）公司将在继续保持风塔产品全球领先地位的基础上，加大国内市场布局，把握行业发展趋势，聚焦大型风塔、大型叶片产品，同时新增部署风电海工产品，全力打造风电零部件优质供应链平台。一方面，公司将通过内生增长、外延并购等方式提升公司在风电设备制造领域的市场占有率；海外市场拟新增风塔及配套产品生产基地，顺应行业发展趋势；国内市场拟通过改扩建模式提升产能，满足新增市场需求。另一方面，公司继续推进柔性化、数字化的精益运营平

台，降本增效，继续扩大公司在设备制造领域的核心竞争力和市场地位。

(2) 公司将整合资源、全速推动新能源开发业务，实现天顺风能制造、运营发展的“双轮驱动”。公司将聚焦集中式、分布式风电开发与运营，同时拓展光伏电站、配售电以及海外清洁能源开发与运营业务。

(3) 能源互联网是推动我国能源革命的重要战略支撑，对提高可再生能源比重，促进化石能源清洁高效利用，提升能源综合效率，推动能源市场开放和产业升级等具有重要意义。基于智慧能源系统领域是未来新能源发展的方向，公司将加快业务布局，力争尽快获取“能源结构调整、下一代能源物联网发展”的入场券。

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 2018 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 2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

合并范围方面，2018 年，公司新设立子公司 2 家，注销子公司 1 家；2019 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化；截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 28 家。由于引起合并范围变动企业规模较小，且公司主营业务未发生变化，会计政策连续，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 127.67 亿元，负债合计 74.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 52.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 38.34 亿元，净利润（含少数股东损益）4.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.88 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 136.29 亿元，负债合计 82.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 52.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.42 亿元，净利润（含少数股东损益）0.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.59 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 127.67 亿元，较年初增长 26.87%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中流动资产占比 47.10%，非流动资产占比 52.90%，资产结构较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 60.13 亿元，较年初增长 34.27%，主要系货币资金增长所致；主要以货币资金（占比 30.37%）、应收账款（占比 29.46%）、预付款项（占比 7.09%）、存货（占比 15.66%）、一年内到期的非流动资产（占比 7.85%）和其他流动资产（占比 7.95%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 18.26 亿元，较年初增长 137.02%，主要系公司风电产品销售款回笼情况较好，同时因开具银行承兑汇票及银行保函较多导致相应存入的保证金金额增加所致；主要以银行存款（占比 73.47%）和其他货币资金（占比 26.53%）为主；其中使用受到限制的货币资金 9.22 亿元，占比 50.48%，主要为保函、银行承兑汇票保证金，公司货币资金受限规模较大。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 17.71 亿元，较年初增长 9.26%，主要系发电业务规模扩大，应收补贴电价款增长所致；从账龄结构看，公司应收款项账龄以 1 年以内为主，占比

79.34%。截至 2018 年底，公司应收账款累计计提 1.35 亿元坏账准备，计提比例为 7.06%；前五名欠款企业总计占应收账款总额的 37.58%，集中度较高。考虑到主要客户为全球风电行业标杆企业以及大型电力运营集团，整体商业信用较好，应收账款回款风险较小。

截至 2018 年底，公司预付款项 4.26 亿元，较年初增长 134.80%，主要系公司订单增加，期末为大额订单所支付的备料款增长所致；其中，账龄在 1 年以内占比 99.69%。

截至 2018 年底，公司存货 9.42 亿元，较年初增长 10.78%，主要系公司在手订单增加，未完工在产品增长所致；公司存货以原材料（占比 43.09%）、在产品（占比 42.79%）和库存商品（占比 10.71%）为主；从存货跌价准备的计提情况来看，公司存货跌价准备主要针对原材料，存货跌价准备合计计提 0.05 亿元。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 4.72 亿元，较年初增长 98.67%，主要系子公司中联利拓融资租赁有限公司融资租赁业务规模增长（以汽车租赁为主），导致期末一年内将要收回的融资租赁本金增加所致。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 4.78 亿元，较年初下降 28.20%，主要系理财产品规模下降所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 67.54 亿元，较年初增长 20.93%，主要系固定资产增长所致；主要以长期应收款（占比 5.88%）、长期股权投资（占比 5.76%）、固定资产（占比 56.05%）和在建工程（占比 20.20%）为主。

截至 2018 年底，公司长期应收款 3.97 亿元，较年初减少 5.95%，全部为汽车租赁融资租赁款。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 3.89 亿元，较年初增长 38.62%，主要系公司追加对苏州优顺创业投资合伙企业（有限合伙）投资 0.40 亿元，追加对江苏亿洲再生资源科技有限公司投资 0.62 亿元所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 37.86 亿元，较年初增长 45.46%，主要系菏泽、南阳发电厂并网发电，在建工程完工转固所致；主要以房屋及建筑物（占比 17.63%）和机器设备（占比 81.03%）为主；公司固定资产累计计提折旧 6.06 亿元，计提减值准备 0.22 亿元，固定资产成新率为 86.28%，成新率较高。

截至 2018 年底，公司在建工程 13.64 亿元，较年初变动不大。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 42.07 亿元，占当期资产总额的 32.95%，公司资产受限比例较高。

表 8 截至 2018 年底公司所有权或使用权受到限制资产情况（单位：万元）

科目	期末账面价值	受限原因
固定资产	199,897.90	融资租赁及售后回租
长期股权投资	85,730.08	融资租赁、长期借款
货币资金	92,185.65	保函、银行承兑汇票保证金、长、短期借款
应收账款	30,599.47	融资租赁、长期借款
长期应收款	10,301.60	资产支持计划、短期借款
应收票据	1,000.00	开具银行承兑汇票
无形资产	977.89	融资租赁、长期借款
合计	420,692.59	--

资料来源：公司提供

注：受限长期股权投资系子公司股东以内部股权质押给融资机构，为子公司贷款提供质押产生

截至 2019 年 3 月底，公司资产规模为 136.29 亿元，较年初增长 6.76%，主要系应收账款、预付款项以及在建工程增长所致；其中，流动资产占比 48.61%，非流动资产占比 51.39%，仍较为均衡。

总体看，2018 年底，公司资产规模增长明显，其中，应收账款和存货规模较大，对公司资金形成一定占用，货币资金与固定资产受限比例较高，公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 74.25 亿元，较年初增长 45.57%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中，流动负债占比 64.64%，非流动负债占比 35.36%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 48.00 元，较年初大幅增长 40.78%，主要系短期借款和应付票据增长所致；主要以短期借款（占比 40.85%）、应付票据（占比 34.76%）和应付账款（占比 13.39%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 19.61 亿元，较年初增长 68.93%，主要系为满足日常运营求，增加银行融资规模所致；其中，信用借款占比 95.64%，保证借款占比 2.55%，质押借款占比 1.81%。

截至 2018 年底，公司应付票据 16.69 亿元，较年初增长 42.83%，主要系公司对采购货款增加票据结算方式所致。

截至 2018 年底，公司应付账款为 6.42 亿元，较年初增长 19.35%，主要系应付货款和应付工程、设备款增长所致；从账龄上看，公司无账龄超过 1 年的重要应付账款。

截至 2018 年底，公司非流动负债 26.26 亿元，较年初增长 55.23%，主要系长期借款增长所致；主要由长期借款（占比 47.12%）、应付债券（占比 32.44%）和长期应付款（占比 20.39%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 12.37 亿元，较年初大幅增长 437.98%，主要系公司开展风电场项目运营投资，扩大融资规模所致。

截至 2018 年底，公司应付债券 8.52 亿元，较年初增长 7.27%，主要系子公司中联利拓融资租赁股份有限公司发行“国金-中联利拓一期”资产支持专项计划资产支持证券（发行规模 1.48 亿元，期限 984 天，期末余额 0.57 亿元）所致。

截至 2018 年底，公司长期应付款 5.35 亿元，较年初下降 19.64%，主要系设备融资租赁款下降所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 64.27 亿元，较年初大幅增长 48.32%，长、短期债务均增长明显；其中，短期债务占比 59.16%，长期债务占比 40.84%，债务结构以短期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.16%、54.61% 和 32.95%，较年初分别上升 7.47 个百分点、8.00 个百分点和 7.54 个百分点，公司债务负担大幅加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 82.24 亿元，较年初增长 10.75%，主要系长期借款和应付票据增长所致；其中流动负债占比 61.30%，非流动负债占比 38.70%。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.34%、56.96% 和 33.13%，公司债务负担进一步加重。

总体看，2018 年底，随着业务持续拓展以及风电场项目建设的不断推进，公司扩大融资规模，债务规模增长明显，债务负担大幅加重，债务结构有待改善。

## 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 53.41 亿元，较年初增长 7.64%，主要系未分配利润积累所致；归属于母公司所有者权益 52.21 亿元（占比 97.75%），其中股本占 34.07%、资本公积占 32.45%、未分配利润占 31.96%、盈余公积占 2.28%。公司所有者权益主要由股本和资本公积构成，权益结构相对稳定。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 54.06 亿元，规模及结构较年初变动不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益稳定增长，以股本和资本公积为主，权益结构相对稳定。

## 4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 38.34 亿元，同比增长 18.39%，风电设备及风电运营收入均有所增长；营业成本与之趋同，同比增长 18.93%；实现净利润 4.81 亿元，同比增长 0.79%，增速小于收入，主要系综合毛利率下降、期间费用增长以及投资收益同比减少等综合影响所致。

2018 年，公司期间费用合计 5.09 亿元，同比增长 17.70%，主要系销售费用和财务费用增长所致；其中，销售费用占比 35.68%，管理费用（含研发费用）占比 29.30%，财务费用占比 35.02%。2018 年，公司销售费用 1.82 亿元，同比增长 26.52%，系公司国内业务规模占比提高，运输费用相应增长所致；财务费用 1.78 亿元，随着融资规模扩大，同比增长 30.50%；管理费用（含研发费用）为 1.49 亿元，同比变化不大。2018 年，公司费用收入比为 13.28%，同比变化不大，公司费用控制能力一般。

2018 年，公司实现投资收益 0.49 亿元（主要为权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益），其他收益 0.25 亿元（主要为政府补助），整体规模较小，对公司盈利影响不大。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率 27.80%，同比变化不大；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.19%、6.12% 和 9.34%，较上年分别下降 0.90 个百分点、1.02 个百分点和 0.58 个百分点，公司盈利能力略有下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 8.42 亿元，同比增长 35.87%，主要系风电运营情况良好，叶片销售规模扩大所致；实现净利润 0.89 亿元，同比增长 6.26%。

总体看，2018 年，公司作为我国风塔制造行业占主导地位的生产商，公司收入规模增长明显，整体盈利能力仍较强。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 44.61 亿元，受益于风电产品货款回笼情况良好，同比增长 61.99%；公司经营活动现金流出 38.41 亿元，同比增长 33.19%，主要系订单增长，备料支出增加所致。受上述因素综合影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额 6.20 亿元，现金流状况大幅改善。2018 年，公司现金收入比由上年的 79.09% 上升至 110.40%，公司收入实现质量大幅提升。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 5.40 亿元，同比减少 92.43%，主要系收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出为 14.70 亿元，同比减少 82.87%，主要系募投项目支出减少，同时购买理财产品规模下降所致。受以上因素综合影响，2018 年，公司投资活动现金净流出 9.30 亿元，净流出规模有所收窄。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 32.42 亿元，同比增长 62.68%，主要系借款规模增长所致；公司筹资活动现金流出 22.45 亿元，同比增长 185.24%，主要系公司偿还债务支付

的现金增长所致。受以上因素综合影响，2018年，公司筹资活动现金净流入9.97亿元，同比减少17.32%。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.89亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.56亿元；筹资活动产生的现金流量净额为1.91亿元。

总体来看，2018年，公司销售回款情况好转，经营活动现金流状况良好，收入实现质量大幅提升；资本支出规模依然较大，投资活动净流出规模有所收窄，仍然存在一定外部融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率由年初的1.31倍下降至1.25倍，速动比率1.06倍，较年初无变化；公司现金短期债务比由年初的0.32倍提高至0.49倍，考虑到货币资金受限比例较高，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。公司面临一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA较上年增长12.67%至9.02亿元，主要系计入财务费用的利息支出增长所致；由折旧（占18.82%）、摊销（占3.66%）、计入财务费用的利息支出（占18.91%）和利润总额（占58.61%）构成。2018年，公司EBITDA利息倍数由上年的7.41倍下降至4.95倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可；EBITDA全部债务比由上年的0.18倍下降至0.14倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年底，公司无重大诉讼或未决事项、对外担保事项。

截至2018年底，公司获得银行授信额度合计64.62亿元，其中，未使用16.97亿元，公司间接融资渠道较通畅；作为深交所上市公司，公司具备直接融资渠道。

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2019年3月20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。

总体看，跟踪期内，公司行业地位突出、过往债务履约情况良好、融资渠道较为通畅，公司整体偿债能力仍属很强。

## 七、公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019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）为16.16亿元，约为“16天顺01”和“17天顺债”待偿本金合计（8.00亿元）的2.02倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为54.06亿元，约为“16天顺01”和“17天顺债”待偿本金合计（8.00亿元）的6.76倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16天顺01”和“17天顺债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为9.02亿元，约为“16天顺01”和“17天顺债”待偿本金合计（8.00亿元）的1.13倍，公司EBITDA对“16天顺01”和“17天顺债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入44.61亿元，约为“16天顺01”和“17天顺债”待偿本金合计（8.00亿元）的5.28倍，公司经营活动现金流入量对“16天顺01”和“17天顺债”的覆盖程度高。

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，行业地位突出，营收规模增长加快。联合评级认为，公司对“16天顺01”和“17天顺债”的偿还能力仍属很强。

## 八、债权保护条款分析

“17天顺债”由高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 1. 担保人信用分析

#### (1) 高新投概况

高新投成立于1994年12月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为1.00亿元。2004年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年更为现名。高新投历经数次增资扩股，2018年9月末股本增至72.77亿元；深圳投控持有高新投41.80%股权，为高新投控股股东，深圳市人民政府通过深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等4家企业间接持有高新投68.11%的股权，为高新投实际控制人。

高新投经营范围：融资担保、金融产品担保、保证担保、委托贷款、创业投资、小额贷款、典当贷款等服务。

截至2017年末，高新投资产总额134.70亿元，所有者权益111.96亿元，其中归属于母公司所有者权益为111.96亿元；2017年，高新投实现营业总收入15.05亿元，其中担保业务收入7.23亿元，实现净利润8.35亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.35亿元；现金及现金等价物净增加19.75亿元，期末现金及现金等价物余额30.14亿元。

截至2018年9月末，高新投资产总额196.15亿元，所有者权益合计115.34亿元，其中归属母公司所有者权益为115.23亿元；2018年1~9月，高新投实现营业总收入13.49亿元，其中担保业务收入5.10亿元，净利润8.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.61亿元；现金及现金等价物净增加额-5.26亿元，期末现金及现金等价物余额24.87亿元。

高新投注册地址：深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦23楼2308房；法定代表人：刘苏华。

#### (2) 经营分析

高新投现已发展成为全国性创新型类金融服务集团，主要为深圳市孵化期和初创期的科技企业提供融资担保服务。高新投通过多家子公司分别开展银行贷款担保、创业投资、保证担保、小额贷款和典当业务；本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

#### 担保业务

##### 担保业务概况

高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担保主要包括保本基金担保和债券担保业务。

2015~2017年，高新投担保业务规模波动较大，2016年，债券市场发行情况较好，高新投积极推进债券担保、保本基金担保业务，受此影响，高新投担保业务发生额大幅增长，金额为982.39亿元，2017年受保本基金担保业务政策调整以及债券发行市场不景气等综合影响，高新投担保业务发生额大幅下降，金额为489.10亿元，受上述因素影响，高新投期末担保责任余额亦有所波动，2015~2017年末，高新投期末担保责任余额分别为519.45亿元、1,167.05亿元和974.22亿元，年均复合增长率为36.95%；2015~2017年末，高新投在保户数分别为2,610户、2,573户和2,751户。高新投担保业务存量业务以金融产品担保和保证担保业务为主，截至2017年末，保证担保期末担

保余额和金融产品担保期末担保责任余额分别 352.90 亿元和 565.52 亿元，占比分别为 36.22% 和 58.05%。融资性担保放大倍数方面，2015~2017 年末，高新投融资性担保放大倍数分别为 2.32 倍、11.92 倍和 5.55 倍，2017 年受所担保的保本基金规模大幅下降影响以及股东增资的综合影响，高新投融资性担保放大倍数有所下降。

2018 年 1~9 月，高新投担保发生额 391.82 亿元，同比增长 9.76%，仍以保证担保业务及金融产品担保业务为主，发生额分别为 212.91 亿元和 147.87 亿元，同比分别增长 1.40% 和增长 78.09%；截至 2018 年 9 月末，高新投担保责任余额为 931.89 亿元，较上年末小幅下降，其中银行融资性担保、金融产品担保和保证担保期末担保责任余额占比分别为 5.98%、41.20% 和 52.81%；融资性担保放大倍数为 4.75 倍。

总体看，近年来受保本基金政策调整及债券发行市场行情变动影响，高新投担保业务规模有所波动，但高新投担保业务仍以保证担保及金融产品担保为主。

#### 银行融资性担保业务

近年来，随着宏观经济下行压力持续，银行融资性担保风险逐渐累积加大，高新投不断调整担保业务结构，2016 年控制存在较大风险的银行融资担保业务规模，导致银行融资性担保业务规模有所下降，2017 年高新投与鹏金所合作，导致银行融资性担保业务短期内发生额大幅增加。2015~2017 年末，高新投银行融资性担保责任余额分别为 48.95 亿元、54.53 亿元和 55.80 亿元，年均复合增长 6.77%，同期，占期末担保责任余额比重分别为 9.42%、4.67% 和 5.98%，占比有所波动。

从业务渠道来看，高新投银行融资性担保客户主要来源于合作银行，在合作条件方面，高新投无需向所有合作银行缴纳保证金，截至 2018 年 9 月末，高新投已与中国银行、平安银行等 21 家银行建立合作关系，累计获得银行授信额度 700 亿元。高新投针对银行融资性担保视企业经营情况，要求其提供反担保措施，目前主要的反担保措施包括房产抵押、保证金、个人及法人保证等。

截至 2018 年 9 月末，高新投银行融资性担保业务前十大客户在保责任余额合计 4.46 亿元，占高新投银行融资性担保业务在保余额的 8.00%，从单一客户集中度来看，单一客户担保责任余额占净资产的比重均在 2%~4% 之间，高新投银行融资性担保业务单一客户集中度不高。

从担保期限组合期限来看，2015~2018 年 9 月末，高新投银行融资性担保业务担保余额期限 1 年以内的占比分别为 86.84%、89.88%、90.11% 和 94.33%，占比逐年提升。

从区域来看，高新投银行融资性担保业务全部集中在深圳市，区域集中度很高，存在较高区域集中度风险。

截至 2018 年 9 月末，高新投累计发生银行融资性担保违约 50 笔，累计代偿 2.34 亿元，累计代偿率为 0.20%，累计收回金额 1.36 亿元，累计代偿回收率 58.12%，高新投银行融资性担保累计代偿率较低，代偿回收率尚可。

总体看，2016 年高新投融资性担保业务规模大幅上升，随后业务规模保持小幅下降趋势；高新投银行融资性担保区域、期限分布较为集中，存在一定的集中度风险，整体代偿水平较低。

#### 保证担保业务

保证担保业务主要包括工程担保和诉讼保全担保。高新投保证担保业务由子公司高新投保证担保负责运营。高新投是国内较早开展工程担保业务的担保公司，目前高新投保证担保已在北京、西安、杭州等城市建立了 6 家分公司，并在重庆、昆明等地设立了 31 个办事处，基本完成全国性战略布局，有一定的客户积累。高新投主要通过由深圳地区合作银行代高新投出具保函（高新投

对银行保函提供反担保)的方式开展保证担保业务,在上述模式下,高新投业务规模受银行给予的保函授信额度影响较大,同时银行手续费也降低了高新投的盈利空间。高新投保证担保客户以施工类企业为主,一般具有总承包或专业承包二级以上资质。项目主要通过工程招标网、遍布全国的销售网络、建筑行业协会和实地造访等渠道获得,高新投采取遍布全国的销售网络、加大品牌及售后服务的推广,多年的业务开展积累了稳定的客户群,目前,高新投保证担保项目来源渠道较为稳定。针对保证担保,高新投需工程项目合作方企业或个人提供信用反担保;对于民营企业,如果保函超过 3,000 万元,则需企业实际控制人提供个人反担保。

高新投适当控制保证担保业务规模以防范风险,收缩保证担保业务规模,2015~2018 年 1~9 月,高新投保证担保业务发生额分别为 302.69 亿元、264.89 亿元、267.00 亿元和 212.91 亿元,2016 年高新投保证担保业务有所收缩,2017 年有小幅上升,但较 2015 年亦有所下降。2015~2018 年 9 月末,高新投保证担保责任担保余额分别 370.88 亿元、385.44 亿元、352.90 亿元和 383.97 亿元。截至 2018 年 9 月末,累计代偿率 0.03%,累计代偿回收率为 19.12%。

截至 2018 年 9 月末,高新投保证担保业务前十大客户在保责任余额为 31.27 亿元,占期末保证担保责任余额的比例为 8.14%,客户集中度较低。

从担保期限来看,1 年以内的保证担保责任余额占比为 32.20%,1~2 年的保证担保责任余额占比为 37.60%,2~3 年的保证担保责任余额占比为 20.30%。

从区域分布来看,2018 年 1~9 月,高新投新增保证担保业务主要集中在华东地区和华南地区,占比分别为 33.00%和 32.00%。

总体看,近年来,高新投主动收缩保证担保业务规模,业务规模整体呈收缩趋势;同时,联合评级也关注到其保证担保已出现代偿,高新投存在一定规模的保证担保业务,随着经济形势下行,需持续关注其保证担保代偿风险。

### 委托贷款业务

高新投委托贷款业务包含自有资金委托贷款业务和政府专项资金委托贷款业务。截至 2018 年 9 月末,高新投委托贷款余额 107.60 亿元,其中高新投使用自有资金开展委托贷款业务余额占比为 93.23%,使用政府委托资金开展委托贷款业务余额占比 6.77%。

#### 自有资金委托贷款

高新投自有资金委托贷款客户主要选择高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户、保证担保业务的施工类企业客户等,基于历史合作记录,高新投对贷款对象情况有较为充分的了解。为了更好的实现信息对称,高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的融资性担保业务客户提供委托贷款。为了更好的控制高新投委托贷款业务风险,高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。高新投委托贷款业务金额通常介于 500.00 万元至 30,000 万元之间,期限一般在 1 年以内。2015~2018 年 9 月末,高新投委托贷款余额分别为 36.66 亿元、50.30 亿元、83.99 亿元和 100.32 亿元,业务规模持续增长。2015 年~2018 年 1~9 月,高新投自有资金委托贷款业务实现利息净收入分别为 3.81 亿元、4.09 亿元、6.13 亿元和 5.63 亿元,同期,高新投自有资金委托贷款不良率分别为 0.17%、0.19%、0.99%和 9.87%,2018 年以来高新投自有资金委托贷款不良率大幅上升,主要是自有资金发放给上市公司股东或实际控制人,受股市震荡影响,抵质押的股票变现能力变弱,借款人出现流动性问题,导致不良率大幅上升。

截至 2018 年 9 月末,高新投前十大委托贷款客户合计金额 10.00 亿元,占委托贷款余额的 9.97%,客户集中度较低,其中单一最大委托贷款余额为 1.00 亿元;高新投前十大委托贷款对象

包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由自然人所持上市公司股票质押或由企业股东提供无限连带责任保证担保等反担保措施降低信用风险。

#### 政府专项资金委托贷款

高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予高新投 2.00% 的风险补偿，高新投承担剩余风险。

2015~2018 年 9 月末，高新投政府专项委托资金余额分别为 11.10 亿元、7.00 亿元、9.60 亿元和 7.28 亿元，2015~2017 年分别实现管理费收入分别为 448 万元、876 万元和 537 万元。

2018 年股市震动，深圳市民营上市公司股票质押率偏高，受股市震荡影响，上市公司出现流动性风险，深圳市政府推出百亿专项资金驰援上市公司，目前高新投已获得专项资金 50 亿元，由深圳市政府建立援助企业名单，高新投进行在名单企业中进行筛选，最终确定援助企业，部分上市公司已获得资金援助，此外深圳市政府还将成立纾困基金援助上市公司解决流动性风险。

总体看，高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平大幅上升；同时，联合评级也关注到高新投自有资金委托贷款不良率较高，随着经济形势下行压力加大，需持续关注其委托贷款违约风险。

#### (3) 财务分析

高新投提供了 2015~2017 年合并财务报表。利安达会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2015~2016 年财务报表进行了审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对 2017 年财务报表进行了审计，2015 年和 2016 年会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告，2017 年会计师事务所出具了无保留意见的审计报告，高新投提供的 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。2016 年，高新投无新纳入合并范围的子公司，2017 年高新投新纳入合并范围的子公司 1 家，考虑到纳入合并范围的子公司规模较小，高新投近三年数据可比性较强，截至 2017 年末，高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 7 家。

#### 资本结构

高新投日常运营的资金主要来源于股东注册的资本金以及日常利润留存。为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投通过资本公积转增注册资本及股东增资等方式补充资本。2015~2017 年末，高新投所有者权益年均复合增长 32.30%，截至 2017 年末，高新投股东权益合计 111.96 亿元，较上年末增长 70.69%，主要是股东对高新投增资 40 亿元所致，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.95%，在归属于母公司的所有者权益中股本 72.77 亿元，资本公积 15.78 亿元，未分配利润 18.25 亿元，占归属于母公司的所有者权益比重分别为 65.03%、14.10%、16.31%，其中实收资本和资本公积合计占比较高，高新投所有者权益稳定性较好。

近年来，高新投负债规模有所波动，整体呈增长趋势，2015~2017 年末，高新投负债总额年均复合增长 12.19%。截至 2017 年末，高新投负债总额为 22.73 亿元，较上年末增长 69.78%，主要是新增短期借款和专项应付款的增加所致。其中，担保赔偿准备金余额 3.01 亿元，短期责任准备金余额 0.51 亿元，两者合计占负债总额的 15.47%；专项应付款余额 9.60 亿元，占负债总额的 42.23%，为与政府合作的专项基金委托贷款；2017 年高新投新增短期借款 5.55 亿元，占负债总额的 24.41%，其中 4.05 亿元为信用借款，其余为保证借款。2015~2017 年末，高新投实际资产负债率分别为 18.87%、13.11%和 14.24%，呈波动下降趋势，高新投实际的债务负担较轻。

截至 2018 年 9 月末，高新投所有者权益合计 115.34 亿元，较上年末增长 3.02%，其中归属于母公司的所有者权益占比 99.91%，归属于母公司的所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性较好。截至 2018 年 9 月末，高新投负债总额 80.81 亿元，较 2017 年末增加 58.08 亿元，主要是高新投新增长期借款 50.03 亿元，系向深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“深圳市安居集团”）的借款，利率为 2.75%，期限为 3 年，深圳市安居集团为深圳市政府全资子公司，该资金主要是深圳市政府为缓解上市公司流动风险提供的纾困资金。截至 2018 年 9 月末，高新投实际资产负债率为 39.24%，受借款规模增加影响，高新投负债率水平大幅提升。

总体看，近年来，受股东增资影响，高新投资本实力不断增强；负债规模有所波动，2018 年受新增长期借款影响，高新投负债率水平大幅提升。

### 资产质量

2015~2017 年末，高新投资产总额呈持续增长趋势，年均复合增长 28.15%。截至 2017 年末，高新投资产总额 134.70 亿元，较上年末增长 70.53%，主要是随着股东资本的逐步到位，高新投发放委托贷款及垫款及货币资金的增加所致，高新投资产主要由货币资金（占比 23.37%）以及发放委托贷款和垫款（占比 67.36%）构成。

2015~2017 年末，高新投发放委托贷款及垫款呈持续增长趋势，年均复合增长 34.71%，截至 2017 年末，高新投发放委托贷款和垫款净额 90.73 亿元，较上年末增长 58.83%，主要是 2017 年以来随着增资扩股资金到位，发放贷款及垫款规模增幅明显；其中，委托贷款净额 82.34 亿元，包括自有资金委托贷款 78.76 亿元和政府专项资金委托贷款 3.58 亿元，高新投委托贷款已计提减值准备 0.60 亿元，计提充分，截至 2017 年末高新投未对华昌达项目和汉柏科技项目计提坏账准备，考虑到上述项目存在一定的信用风险，未来存在代偿的可能性，需对高新投发放贷款及垫款减值计提情况保持持续关注。截至 2017 年末，高新投自有资金委托贷款业务的不良贷款率为 0.34%，小额贷款业务的不良贷款率为 0.13%，资产质量良好。2015~2017 年末，高新投货币资金呈波动上升趋势，年均复合增长 20.55%，2016 年受归还财政资金及发放贷款影响，高新投货币资金大幅下降 49.93%至 10.38 亿元，截至 2017 年末，高新投货币资金 30.14 亿元，较上年末增长 190.25%，主要是股东增资及借款到位后未投入到业务中的资金沉淀。

截至 2018 年 9 月末，高新投资产总额 196.15 亿元，较上年末增长 45.62%，主要系发放的贷款及委托贷款的增加以及新增买入返售金融资产所致；高新投资产主要由货币资金（占比 12.68%）、发放的委托贷款及垫款（占比 58.61%）、买入返售金融资产（占比 21.41%）构成。截至 2018 年 9 月末，高新投货币资金 24.87 亿元，较上年末减少 17.46%，主要是委托贷款业务资金发放规模增加所致；发放的委托贷款及垫款 114.97 亿元，较上年末增长 26.71%，主要是高新投增资后扩大委托贷款发放规模所致，高新投已计提减值准备 0.61 亿元，与上年基本持平，需对委托贷款业务资产质量保持持续关注；高新投新增 42.00 亿元买入返售金融资产，主要是股东增资后，高新投利用资金所购买的银行理财产品。

总体看，近年来高新投货币资金保持充足水平，资产整体流动性良好；高新投委托贷款规模较大，委托贷款业务不良率大幅上升，面临一定的信用风险和市场风险。

### 盈利能力

近年来，高新投受担保业务规模扩大的影响，营业总收入规模呈稳定增长态势，2015~2017 年，高新投营业总收入年均复合增长 26.95%。2017 年实现营业总收入 15.05 亿元，同比增长 36.75%，高新投营业总收入主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入，2015~2017 年，高新投担保业务收入贡献度分别为 52.89%、48.15%和 48.03%。2015~2017 年，高新投投资收益呈

波动下降趋势，年均复合下降 26.80%，2017 年实现投资收益 0.87 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益，同比减少 49.52%，主要是出售股票收益大幅下降所致。

高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，高新投营业总成本呈上升趋势，2015~2017 年，高新投营业总成本年均复合增长 31.07%。2017 年，高新投营业总成本 4.82 亿元，同比增长 50.04%；其中营业成本 3.29 亿元，以担保业务支出为主，担保业务支出主要是薪酬、房租水电、广告宣传、业务拓展等费用。2015~2017 年，营业利润率分别为 87.38%、86.51%和 73.77%，亦呈下降趋势，主要是高新投保证担保业务支出规模的增加所致。

2015~2017 年，高新投净利润呈持续上升趋势，年均复合增长 17.31%。2017 年，高新投实现净利润 8.35 亿元，同比增长 17.79%。2015~2017 年，高新投平均净资产收益率分别为 12.31%、10.94%和 12.24%，平均总资产收益率分别为 7.46%、7.54%和 6.63%。近年来受股东增资影响，高新投净资产收益率呈下降趋势，高新投盈利能力指标表现仍处于较好水平。赔付情况方面，2015~2017 年，高新投担保赔付率分别为 18.42%、16.23%和 0.55%，2017 年当期代偿规模大幅下降，导致赔付率水平大幅下降。

表 9 高新投盈利能力相关指标（单位：亿元，%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
营业总收入	9.34	11.01	15.05	13.49
营业总成本	2.80	3.21	4.82	2.76
投资收益	1.62	1.72	0.87	0.50
营业利润	8.16	9.52	11.10	11.23
利润总额	8.17	9.52	11.09	11.23
净利润	6.07	7.09	8.35	8.62
营业利润率	87.38	86.51	73.77	83.25
平均净资产收益率	12.31	10.94	12.24	7.59
平均总资产收益率	7.46	7.54	6.63	5.03
担保收入对收入的贡献率	52.89	48.15	48.03	37.80
担保赔付率	18.42	16.23	0.55	3.33

资料来源：高新投审计报告以及 2018 年 1~9 月合并财务报表，联合评级整理。

2018 年 1~9 月，高新投实现营业总收入 13.49 亿元，净利润 8.62 亿元，同比增长 15.00%和 16.80%，主要是委托贷款业务规模扩大，带动收入增长所致，其中担保业务收入贡献度为 37.80%，营业利润率为 83.25%，平均净资产收益率为 7.59%，平均总资产收益率为 5.03%，担保赔付率 3.33%，赔付率有所上升。

整体看，近年来随着业务规模的扩大，高新投营业总收入和净利润逐年增加，高新投盈利水平较高。

### 现金流分析

从现金流情况来看，近年来高新投经营活动产生的现金流净额有所波动，整体呈扩大趋势，2015~2017 年，高新投经营活动现金流量净额分别为-15.39 亿元、-6.16 亿元和-21.72 亿元，2016 年和 2017 年高新投收到其它与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金大幅增加，主要是收回的委托贷款及垫款以及赎回短期理财产品增加的资金和发放的委托贷款及垫款以及购买短期理财产品增加的资金，2017 年支出其它与经营活动有关的现金增加，导致经营活动现金净流出规模增加。

2015~2017年，高新投投资活动现金流量净额分别为1.42亿元、0.57亿元和-0.26亿元，投资活动产生的现金流量净额有所波动，主要是投资支付的现金规模波动所致。

筹资活动产生的现金流出主要为利润分配所支付的现金，筹资活动产生的现金流入主要为增资以及借款所收到的资金。2015~2017年，高新投筹资活动现金流量净额分别为23.41亿元、-4.77亿元和41.75亿元，2017高新投取得招商银行和深圳投控借款的现金，导致筹资活动现金流入规模大幅增加。

表 10 高新投现金流量表情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
经营活动现金流量金额	-15.39	-6.16	-21.72	-61.87
投资活动现金流量净额	1.42	0.57	-0.26	0.04
筹资活动现金流量净额	23.41	-4.77	41.75	56.57
现金及现金等价物净增加额	9.44	-10.34	19.75	-5.26
期末现金及现金等价物余额	20.74	10.38	30.14	24.87

资料来源：高新投审计报告及2018年1~9月财务报表，联合评级整理。

2018年1~9月，高新投经营活动现金流量净额-61.87亿元，高新投收到其他与经营活动与支付其他与经营活动有关的现金主要是资金业务产生的现金流，受资金业务流出资金规模扩大及购买银行理财产品等因素影响，经营活动现金流量净额流出规模大幅增加；投资活动现金流量净额0.04亿元；受长短期借款等借入资金大幅增加影响，高新投筹资活动现金流量净额大幅增加，筹资活动现金流量净额为56.57亿元，高新投经营活动现金流出现大规模净流出，高新投筹资活动融入现金流规模较大，资金需求较大。

总体看，高新投经营活动现金流随着业务规模的变化波动较大；投资活动现金流规模较小；受股东增资和借款增长影响，高新投筹资活动现金流入规模较大，随着经营活动流出现金的增加，存在融资需求。

### 资本充足率及代偿能力

高新投面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，高新投将以自有资本承担相应的损失。高新投实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。

受2017年股东增资影响，高新投净资产规模持续增长，近三年高新投净资产规模年均复合增长32.30%，截至2017年末，高新投净资产规模115.34亿元，较上年末增长70.69%，资本较为充足。此外，高新投还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，2015~2017年末，高新投代偿准备金率分别为27.72%、23.00%和0.94%，2017年高新投当期代偿规模大幅下降，导致代偿准备金率大幅下降。

表 11 高新投资本充足性及代偿能力（亿元，%）

项目	2015年末	2016年末	2017年末	2018年9月末
净资产	63.96	65.59	111.96	115.34
代偿准备金率	27.72	23.00	0.94	3.77

资料来源：高新投提供，联合评级整理。

截至2018年9月末，高新投净资产规模115.34亿元，较上年末增长3.02%，代偿准备金率3.77%，受当期代偿规模上升影响，高新投代偿准备金率有所上升。

总体看，高新投存续的债券担保业务规模较大，随着债券到期兑付规模的增加，且高新投所担保客户主要为民企，2018年以来民企违约数量大幅增加，高新投存在一定的代偿压力，考虑到高新投股东对其进行增资，支持力度较大，资本较为充足，担保业务整体风险仍可控，高新投整体代偿能力极强。

## 2. 担保效果评价

从债券的担保能力看，以高新投2018年9月底的财务数据测算，“17天顺债”发行额度占高新投资产总额及所有者权益的比重分别为2.04%和3.47%，整体占比低，高新投资产和权益对本次债券的保护程度很高。

总体看，高新投作为国内最早设立的担保机构之一，近年来其净资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高。本次债券发行规模占其资产比重低，其担保对于“17天顺债”的到期还本付息具有显著的提升作用。

## 九、综合评价

2018年，公司作为全球领先的风塔生产商，风塔销售收入和新增订单量均大幅增长；同时，菏泽、南阳风电场项目实现部分并网运营，风力售电收入增长明显；此外，公司加强应收账款回款管控，经营活动现金流状况大幅改善。同时，联合评级也关注到原材料价格上涨、大额应收账款对资金占用明显、债务规模增长较快且整体债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司风力发电塔架制造和风电场建设运维两大核心业务的推进，公司综合实力有望保持稳定。

“17天顺债”由高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，高新投总资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“17天顺债”的信用水平具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16天顺01”的债项信用等级为AA、“17天顺债”的债项信用等级AAA。

## 附件 1 天顺风能（苏州）股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	79.39	100.63	127.67	136.29
所有者权益（亿元）	46.63	49.62	53.41	54.06
短期债务（亿元）	11.47	26.43	38.02	44.76
长期债务（亿元）	14.22	16.90	26.25	26.78
全部债务（亿元）	25.69	43.33	64.27	71.54
营业收入（亿元）	23.08	32.38	38.34	8.42
净利润（亿元）	4.12	4.77	4.81	0.89
EBITDA（亿元）	6.36	8.00	9.02	--
经营性净现金流（亿元）	5.52	-1.30	6.20	-1.89
应收账款周转次数（次）	2.43	2.37	2.11	--
存货周转次数（次）	3.99	3.60	3.03	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.36	0.34	0.06
现金收入比率（%）	119.08	79.09	110.40	75.36
总资本收益率（%）	8.72	7.08	6.19	--
总资产报酬率（%）	8.58	7.15	6.12	--
净资产收益率（%）	11.82	9.92	9.34	1.66
营业利润率（%）	34.58	28.40	27.80	27.48
费用收入比（%）	14.55	13.36	13.28	12.46
资产负债率（%）	41.26	50.69	58.16	60.34
全部债务资本化比率（%）	35.52	46.62	54.61	56.96
长期债务资本化比率（%）	23.37	25.41	32.95	33.13
EBITDA 利息倍数（倍）	6.05	7.41	4.95	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.18	0.14	--
流动比率（倍）	2.37	1.31	1.25	1.31
速动比率（倍）	2.16	1.06	1.06	1.09
现金短期债务比（倍）	0.99	3.00	0.49	0.36
经营现金流动负债比率（%）	29.93	-3.81	12.92	-3.75
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.80	1.00	1.13	--

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；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 深圳市高新投集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额	82.02	78.99	134.70	196.15
负债总额	18.06	13.39	22.73	80.81
所有者权益（亿元）	63.96	65.59	111.96	115.34
营业总收入（亿元）	9.34	11.01	15.05	13.49
担保业务收入（亿元）	4.94	5.30	7.23	5.10
净利润（亿元）	6.07	7.09	8.35	8.62
平均总资产收益率（%）	7.46	7.54	6.63	5.03
平均净资产收益率（%）	12.31	10.94	9.40	7.59
期末担保责任余额（亿元）	519.45	1,167.05	974.22	931.89
融资性担保责任余额（亿元）	148.54	781.62	621.32	547.92
融资性担保放大倍数（倍）	2.32	11.92	5.55	4.75
累计代偿率（%）	0.16	0.11	0.08	0.29
担保赔付率（%）	18.42	16.23	0.55	3.33
代偿准备金率（%）	27.72	23.00	0.94	3.77

指标名称	计算公式
融资性担保放大倍数	期末融资性担保责任余额/净资产
各项风险准备金之和	期末未到期责任准备金+期末担保赔偿准备金+期末一般风险准备金
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%
担保赔付率	当期代偿额 / 当期担保业务收入× 100%
拨备覆盖率	各项风险准备金之和/期末担保代偿余额× 100%
可快速变现资产/担保责任余额	期末可快速变现资产余额/期末担保责任余额× 100%
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额× 100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额× 100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额× 100%
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金)/资产总额× 100%
担保业务收入贡献度	担保业务收入/营业收入× 100%
营业费用率	业务及管理费/营业收入× 100%
营业利润率	营业利润/营业收入× 100%
总资产收益率	净利润/[期初资产总额+期末资产总额)/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%

### 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)^(1/(n-1))-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%
<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。