

跟踪评级公告

联合[2017]755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

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 文 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 2017 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	2016 年 8 月 17 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	46.43	79.39	81.41
所有者权益 (亿元)	23.09	46.63	47.76
长期债务 (亿元)	2.90	15.42	15.37
全部债务 (亿元)	18.07	26.83	27.74
营业收入 (亿元)	21.76	23.08	5.35
净利润 (亿元)	3.03	4.12	0.82
EBITDA (亿元)	4.28	6.36	--
经营性净现金流 (亿元)	3.39	5.52	-1.35
营业利润率 (%)	28.64	34.58	31.37
净资产收益率 (%)	14.02	11.82	--
资产负债率 (%)	50.27	41.26	41.33
全部债务资本化比率 (%)	43.90	36.52	36.74
流动比率 (倍)	1.34	2.54	2.27
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.24	0.24	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.70	6.05	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.07	1.59	--

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、2017 年 1 季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、其他应付款中融资租赁款已纳入短期债务及其相关指标核算；长期应付款中融资租赁款已纳入长期债务及其相关指标核算。

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。公司风塔销售收入平稳增长；随着哈密风电场并网运营，公司新增售电收入，分散了其单一业务风险；经营活动现金流继续呈较大规模的净流入态势。2016 年，公司完成非公开发行股票募集资金，公司资本实力和整体抗风险能力进一步增强。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、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，评级展望为“稳定”；同时维持“16 天顺 01”的债项信用等级“AA”。

优势

1. 公司积极向产业链下游延伸，2016 年哈密风电场并网运行，分散了单一业务风险，对公司营业收入形成了一定补充。
2. 2016 年，公司积极开拓国内外市场，海外市场收入稳步提升，风塔销售收入稳定增长。
3. 2016 年，公司完成非公开发行股票募集资金，公司资本实力和整体抗风险能力进一步增强。

关注

1. 2016 年，公司主要销售客户仍以 Vestas、GE 和 Siemens 为主，存在客户相对集

中风险。

2. 2016 年，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. 2016 年，风塔产品销售依然以国外市场为主，存在汇率波动风险和国际贸易壁垒风险。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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：



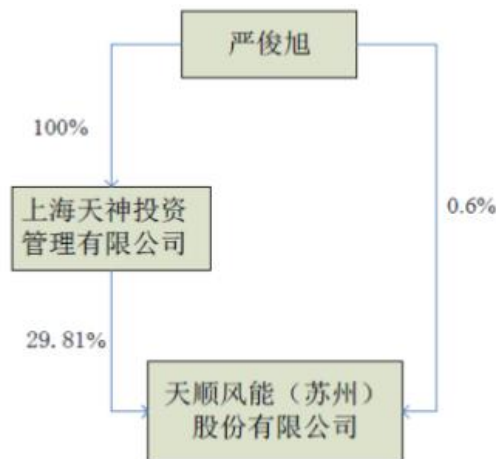
叶林林

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、股权分置改革和增发新股，截至2016年底，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持股比例为29.81%，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30.41%，为公司实际控制人（见下图）。

图1 截至2016年底公司股权关系图



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围、管理组织结构均未发生改变。截至2016年底，公司纳入合并范围内子公司21家，拥有在职员工975人。

截至2016年底，公司合并资产总额79.39亿元，负债合计32.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.63亿元，其中归属于母公司的所有者权益为45.92亿元。2016年公司实现合并营业收入23.08亿元，净利润（含少数股东损益）4.12亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.06亿元；经营活动产生的现金流量净额5.52亿元，现金及现金等价物净增加额4.52亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额81.41亿元，负债总额33.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.76亿元，其中归属于母公司的所有者权益为46.73亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入5.35亿元，净利润（含少数股东损益）0.82亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.80亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.35亿元，现金及现金等价物净增加额-6.10亿元。

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

本期债券名称为“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）”（证监许可[2016]404号），本期债券发行工作已于2016年6月24日结束，实际发

行金额为 4 亿元，票面利率为 5.0%，期限为 5 年期，附第 3 年底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。本期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。本期公司债券起息日为 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）。本期债券已于 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”。

本期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。

截至本报告出具日，“16 天顺 01”尚未到第一个付息日。

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，再通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。风塔作为发电机组的一部分，与下游风电行业密切相关。

根据全球风能理事会（Global Wind Energy Council）统计数据显示，在 2010 年至 2016 年间，全球风电累计总装机容量从 23,900MW 增至 4,867,490MW，实现年均复合增长率为 33.78%。2016 年，全球风电新增总装机容量为 54,110MW，同比增长 12.51%。2016 年，受我国风电项目并网消纳和弃风限电问题影响，风电新增装机容量自 2012 年起首次出现下滑，全年新增装机容量 23,328MW，同比下降 24.14%。截至 2016 年底中国累计风电装机容量 168,690MW，保持全球第一。

总体看，2016 年风电行业受并网消纳和弃风限电等问题影响，新增装机容量呈下降态势，但我国凭借 168,690MW 的装机容量，持续保持全球第一的风电装机容量。

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。2014~2016 年，钢材价格指数分别为 83.09、56.37 和 99.51（以 1994 年钢铁价格为 100 作为比较基础），总的来看，钢材的价格波动较大。2015 年钢材价格达到了低谷，主要系市场需求下降，产能矛盾突出所导致钢材的价格出现大幅下滑。2016 年钢材价格止跌回升，价格指数从年初的 56.37 上涨到了 99.51，涨幅达 76.53%，主要系供给侧改革，淘汰了落后钢铁产能，同时钢铁的需求有所回升所导致的价格上涨。2016 年全国粗钢产量为 8.08 亿吨，同比上涨 1.20%，国内粗钢消费 7.10 亿吨，在连续两年出现下降后止跌回升，同比上涨 1.30%；钢材（含重复材）产量为 11.38 亿吨，同比增长 2.30%，增幅上涨 1.7 个百分点。

总体来看，2016 年以来，钢价受国家政策影响波动较大，钢价的上涨对风塔制造企业形成了一定成本压力。

(2) 行业下游

从国内来看，2016年，国内新增装机容量23,328MW，保持全球新增装机容量第一位。截至2016年底中国累计风电装机容量168,690MW，近几年累计装机容量列全球第一位。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。

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。截至2016年末，全球市场排名前十的风电整机生产企业市场占有率约为75%，较2015年的72%，集中度进一步提高。其中排名前5的是维斯塔斯风力技术集团（以下简称“Vestas”）、美国通用电气公司（以下简称“GE”）、新疆金风科技股份有限公司（以下简称“金风科技”）、Gamesa和Enercon。

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，主要相关政策如下表所示。

表1 风电行业相关政策

文件	发布单位	发布日期	主要内容
《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》	国家发改委	2016年3月	明确了可再生能源发电全额保障性收购的定义、责任主体、保障范围以及补偿办法等；规定可再生能源并网发电项目年发电量分为保障性收购电量部分和市场交易电量部分。
《能源技术革命创新行动计划》	国家发改委、国家能源局	2016年6月	2020年，形成200~300米高空风力发电成套技术；2030年，200~300米高空风力发电获得实际应用并推广；2050年展望：突破30MW级超大型风电机组关键技术，风能成为我国主要能源之一。
《关于推进电能替代的指导意见》	国家发改委、国家能源局、财政部、环保部、住房城乡建设部、工业和信息化部、交通运输部、民航局	2016年5月	鼓励电能替代企业与风电等各类发电企业开展双边协商或集中竞价的直接交易。通过直接交易，电能替代项目可以按有竞争力的市场价格进行购电。
《关于建立监测预警机制促进风电产业持续健康发展的通知》	国家能源局	2016年7月	引导风电企业理性投资，促进风电产业持续健康发展，研究建立了风电投资监测预警机制，机制的指标体系分为政策类指标、资源和运行类指标、经济指标。
《风电发展“十三五”规划》	国家能源局	2016年11月	明确了“十三五”风电发展目标 and 建设布局。到2020年底，风电

			累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上；风车年发电量确保达到 4200 亿千瓦时，约占全国总发电量 6%。风电设备制造水平和研发能力不断提高，3~5 家设备制造企业全面达到国际先进水平。
《国家发展改革委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》	国家发展改革委	2016 年 12 月	1、降低光伏发电和陆上风电标杆上网电价，降低 2017 年 1 月 1 日之后新建光伏发电和 2018 年 1 月 1 日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价；2、明确海上风电标杆上网电价为每千瓦时 0.85 元，潮间带风电项目标杆上网电价为每千瓦时 0.75 元；3、鼓励通过招标等市场化方式确定新能源电价。

资料来源：公开信息渠道收集，联合评级整理

总体看，国家在风电规模、技术布局、风电交易等方面出台相关政策，支持、规范和引导风电产业健康有序发展；同时，对风电标杆上网电价作出调整，国内风电产业链相关企业的盈利能力或将造成一定程度的影响。

4. 行业关注

（1）汇率波动的风险

风电行业的整机厂商以海外公司为主，因此国内风塔公司的销售收入主要来自于出口，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，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。

5. 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前提下，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。

在国际市场，全球风能理事会的五年市场预测显示 2017 年全球风电新增装机容量有望达到 60GW，到 2021 年新增装机容量将增加至 75GW，使累计容量到 2021 年超过 800GW。这些增长将主要由亚洲国家引领：中国将继续在全球市场处于领先地位；由于要完成印度政府 2022 年风电装机容量 60GW 的目标，印度风电未来的发展潜力巨大。欧洲地区，海上风电的技术突破给了未

来风电发展更大的空间，为欧洲迈向 2020 年可再生能源发展和温室气体减排目标提供了一个强大推动力。

总体看，在国内市场，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，行业未来将实现平稳增长。在国际市场，亚洲区域将成为全球风电增长的推动器。

四、管理分析

2016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，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，2016年公司主营业务范围较2015年无变化。2016年，公司实现营业总收入23.08亿元¹，同比增长6.07%，主要系一方面公司积极开拓国内外市场，市场份额稳步提升，风塔销售量有所增长，另一方面2016年公司首个新疆哈密300MW风电场运营项目并网运行，当年实现0.88亿元发电收入所致。2016年，公司实现营业收入为22.63亿元，同比增长5.30%；实现净利润4.12亿元，同比增长35.80%，主要系销售规模扩大及发电收入毛利贡献度较高所致。

表 2 2015~2016 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风塔及相关产品	213,970.80	99.59	27.98	215,760.56	95.32	32.73
发电收入	--	--	--	8,786.00	3.88	53.15
材料	890.45	0.41	81.45	1,803.01	0.80	97.27
合计	214,861.25	100.00	28.20	226,349.58	100.00	34.04

资料来源：公司年报，联合评级整理。

从收入构成来看，2016年，公司风塔及相关产品占营业收入比重为95.32%，较2015年略微下降4.27个百分点，变动不大。由于公司积极拓展国内外市场，风塔产量和销量较上年均有所增长，2016年公司风塔及相关产品销售收入为21.58亿元，同比增长0.84%。2016年公司材料销售收入为0.18亿元，同比增长102.48%，公司所销售材料主要为风塔生产尾料，因此公司材料销售收入波动较大；公司材料类产品销售收入占营业收入比重为0.80%，较上年上升了0.39个百分点，

¹ 2016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0.45亿元，公司未将其计入营业收入。

对公司营业收入影响不大。2016年公司首个风电场实现并网运行，当年发电收入为0.88亿元，占当年营业收入的比例为3.88%。

从毛利率水平来看，2016年，公司风塔及相关产品毛利率为32.73%，较上年提高4.75个百分点，主要系公司生产所需钢料采购均价大幅下降所致；公司材料类产品毛利率为97.27%，较上年提高15.82个百分点，与当年所销售尾料产品结构有关；发电业务毛利率为53.15%。受上述因素影响，2016年，公司综合毛利率为34.04%，较上年提高5.84个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业总收入5.35亿元，较上年同期增长37.70%，主要系风塔、风叶和发电收入增加所致；实现营业收入5.26亿元，较上年同期增长37.85%；实现净利润0.82亿元，较上年同期增长17.77%。

总体看，跟踪期内，随着国内外市场进一步拓展，公司营业收入稳定增长；受钢材等原材料采购价格下跌以及新增毛利率较高的风电场运营业务影响，公司综合毛利率水平有所提升。

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。2016年，公司风塔主要规格为高度在80~140米之间、陆上装载风机功率1.5MW以上、海上风塔以5.0MW和8.0MW为主。

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。2016年，公司风塔产能为315,579吨，其中太仓工厂设计产能为189,579吨（太仓新区生产基地53,280吨和太仓港区海上风塔生产基地136,299吨），包头工厂设计产能为38,000吨，珠海工厂设计产能为34,000吨和欧洲丹麦工厂设计产能54,000吨。

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。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，2016年公司风塔设计产能同比增长12.07%，主要系公司于2016年新增太仓新区生产基地34,000吨产能所致；从产量上看，由于公司采用“以销定产”生产原则，公司各产品产量与销量变化基本趋于一致，2016年为299,028吨，同比增长2.28%；从产能利用率上看，受新增产能尚未释放影响，公司风塔产能利用率小幅下降，2016年为94.76%，但仍处于较高水平

表3 2015~2016年公司风塔产能和产量情况（单位：吨、%）

项目	2015年	2016年
设计产能	281,579	315,579
生产量	292,352	299,028
产能利用率	103.83	94.76

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，公司风塔备货量和未交付产品有所提高，2016年，公司风塔库存为13,641吨，较上年增长62.76%。

表4 2015~2016年公司风塔产量和库存情况（单位：吨、%）

项目	2015年	2016年
库存量	8,381	13,641

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，公司风塔产量小幅提升；产能利用率受新增产能影响有所下降，但仍处于较高水平。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。

公司近两年的采购产品情况如下表所示，其主要采购原料为钢板。随着公司业务规模的扩大，钢材采购量有所上升，2016年为23.56万吨，同比下降10.89%，主要系消耗库存钢材所致；采购均价方面，公司钢材平均采购价格有所下降，2016年为2,406.37元/吨，同比下降2.26%，主要系公司调整采购策略，增加公司的议价能力，降低相关原材料的采购价格所致。

表 5 2015~2016 年公司原材料采购情况 (单位: 吨、元/吨、万元)

项目		2015 年	2016 年
钢板	采购量	264,442.24	235,634.36
	采购均价	2,462.00	2,406.37
	采购金额	65,096.52	56,702.23

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，2016年，公司前五大供应商采购金额为7.37亿元，占公司总采购金额比例的41.54%，较上年下降9.96个百分点，集中度有所下降。

表 6 2015~2016 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
2015 年	1	北京天源科创风电技术有限责任公司	45,668.43	22.06
	2	内蒙古乾方钢铁资源有限责任公司	17,066.45	8.24
	3	江阴兴澄特种钢铁有限公司	16,761.42	8.10
	4	南京钢铁股份有限公司	16,016.06	7.74
	5	山东伊莱特重工有限公司	11,103.88	5.36
			合计	106,616.25
2016 年	1	南京钢铁股份有限公司	25,329.85	14.28
	2	江阴兴澄特种钢铁有限公司	18,529.06	10.45
	3	北京天源科创风电技术有限责任公司	14,976.47	8.44
	4	山东伊莱特重工股份有限公司	8,958.99	5.05
	5	维斯塔斯风力技术(中国)有限公司	5,874.00	3.31
			合计	73,668.37

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，由于钢材采购价格持续下行，有利于公司降低生产成本。

(3) 产品销售

2016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。同时，公司仍开展了远期外汇结售汇业务以规避汇率风险。

2016年，公司风塔销售量为296,241吨，同比增长2.37%。销售价格方面，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。2016年，公司风塔销售均价为7,116.34元/吨，同比下降2.39%。产销率方面，公司风塔产销率小幅提升，2016年为99.07%，较上年变动不大。

表 7 2015~2016 年公司风塔销售情况 (单位: 吨、%)

项目	2015 年	2016 年
生产量	292,352	299,028
销售量	289,386	296,241
产销率	98.99	99.07
销售均价	7,290.58	7,116.34

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

从销售区域来看, 2016年, 受国内区域性风电产能过剩, 公司国内订单规模缩减影响, 公司国内销售收入为7.50亿元, 同比下降18.18%; 公司国外地区销售收入为15.13亿元, 同比增长22.87%, 主要系公司加大海外市场开拓力度所致。

表 8 2015~2016 年公司区域销售情况 (单位: 万元、%)

主要地区	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
国外	123,154.60	57.32	151,317.96	66.85
国内	91,706.65	42.68	75,031.61	33.15
合计	214,861.25	100.00	226,349.58	100.00

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

从客户集中度情况来看, 2016年, 公司主要销售客户仍包括Vestas、GE和Siemens, 公司对三大客户的合并销售收入占当期营业收入比重的54.48%, 较上年提升5.05个百分点。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。2016年, 公司前五大客户的销售收入总额为15.36亿元, 占总销售收入比重为67.86%, 较上年略有下降。

表 9 2015~2016 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
2015 年	1	Vestas	82,477.17	38.39
	2	北京天源科创风电技术有限责任公司	21,707.81	10.10
	3	中国华能	19,880.79	9.25
	4	GE	16,318.30	7.59
	5	Siemens	8,476.73	3.95
			合计	148,860.79
2016 年	1	Vestas	89,173.75	39.40
	2	Longyuan Engineering South Africa (PTY) Ltd	18,529.06	9.43
	3	Siemens	14,976.47	8.90
	4	GE	8,958.99	6.18
	5	华能定边新能源发电有限公司	5,874.00	3.95
			合计	153,586.73

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，风塔产品销量有所增加。受国内风电行业景气度下行影响，公司国内销售收入占比有所下降；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，当年实现收入 8,786 万元。

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 536.2 元/（MW*h），其中购电方结算电价为 250 元/（MW*h），可再生能源补贴为 286.2 元/（MW*h）。截至 2016 年底，新疆哈密 300MW 风电场累计售电 19,623.34 万千瓦时。

目前，哈密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。截至 2016 年底，哈密风电场未进入国家能源补贴名录（正在申请进入第 7 批名录）。

总体看，哈密风电场并网运行，分散了单一业务风险，对公司营业收入形成了一定补充。

4. 在建及拟建项目

（1）非公开发行 A 股股票募集资金筹建电厂

2016 年，公司完成非公开发行 A 股股票，扣除发行费后，公司累计募集资金 19.78 亿元，主要用于风力发电开发项目投资和补充流动资金。截至 2017 年 3 月底，公司累计已使用募集资金 3.63 亿元，主要募投项目进展如下表所示。

表 10 截至 2017 年 3 月底公司募集资金承诺项目情况（单位：MW、万元）

项目名称	项目情况介绍	预计装机容量	原计划投资	2017 年更新后计划投资	截至 2017 年 3 月底已完成投资	计划投资金额
						2017 年 4-12 月
鄄城广顺	宣力新能源菏泽鄄城左营风电场项目	150	127,000	132,911	22,016	78,267
南阳广顺	宣力新能源南阳桐柏歇马岭风电	100	87,000	79,831	856	45,539
菏泽广顺	宣力新能源菏泽牡丹李村风电场	80	69,000	74,471	13,577	43,468
合计		330	283,000	287,213	36,449	167,274

资料来源：公司提供

宣力新能源菏泽鄄城左营风电场（150MW）项目位于山东省菏泽市鄄城县西南部，风电场所在区域地貌类型为平原地貌，海拔一般在 50m~60m 之间。项目预计安装单机容量为 2MW 的风力发电机 75 台，75 台箱式变压器，新建 110KV 升压站一座，总装机容量为 150MW，项目建设周期 15 个月。截至 2017 年 3 月底，公司已累计投入 2.20 亿元，预计 2017 年底可达使用状态。

宣力新能源南阳桐柏歇马岭风电场项目（100MW）位于河南省南阳市桐柏县西北部歇马岭，风电场依山而建，场地海拔高度 450m~650m。项目预计安装单机容量为 2MW 的风力发电机 50 台，总装机容量为 100MW，项目建设周期 12 个月。2017 年 3 月底，公司已累计投入 0.09 亿元，预计 2017 年底可达使用状态。

宣力新能源菏泽牡丹李村风电场项目（80MW）位于山东省菏泽市西北部，风电场所处区域地貌类型为平原地貌，海拔一般在 50m~60m 之间。项目预计安装 40 台单机容量 2MW 风力发电机组，40 台箱式变压器，新建 110KV 升压站一座，总装机容量 80MW，项目建设周期为 15 个月。2017 年 3 月底，公司已累计投入 1.36 亿元，预计 2017 年底可达使用状态。

总体看，目前公司募投项目处于筹建期，项目资金主要来源于募集资金，公司对外融资压力较小。未来，随着风电场的顺利并网运营，公司将进一步向产业链下游延伸。

（2）自筹资金筹建电厂

公司通过自筹资金在建及拟建项目共 3 个，预计装机容量 150MW，预计总投资 12.50 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司累计完成投资 0.10 亿元，未来尚需完成投资 12.40 亿元。

表 11 截至 2017 年 3 月底公司自筹资金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	截至 2017 年 3 月底已完成投资
广西上思	广顺上思四方岭风电场一期工程	50	40,000	619
白城天成	吉林白城查干浩特风电场一期工程	50	40,000	357
济源天顺	宣力新能源济源王屋长树岭风电场项目	50	69,000	--
合计		150	125,000	976

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，未来面临较大的资金支出压力。随着公司风电场开发业务的有序推进，未来发电业务占公司总收入和利润的比重将持续加大。

5. 经营关注

（1）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；同时，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）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）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。2016 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 54.48%。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。

(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) 风电项目并网消纳及补贴下调风险

目前国内风电场运营部分地区仍受弃风限电问题影响，尽管国家已出台多项政策着力解决风电并网消纳及弃风限电问题，但在短期内仍将是制约风电发展的重要因素。据发改价格[2016]2729号《国家发展改革委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，对风电的标杆上网电价作出调整，2018年1月1日后一类至四类资源区新核准建设陆上风电标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.40元、0.45元、0.49元和0.57元，对国内风电产业链相关企业的盈利能力或将造成一定程度的影响。

6. 未来发展

未来，公司将主要围绕以下方面开展工作：

(1) 新能源设备事业部。立足国际市场，兼顾国内市场，聚焦陆上大型风塔、海上风塔、大型叶片等风电设备；加强内生增长，适度兼并收购，巩固品牌优势；完善精益运营平台，打造风电零部件供应链平台。到2020年实现年营业收入60亿元人民币。

(2) 新能源开发事业部。聚焦风能等清洁能源、节能环保项目的投资开发与运营，到2020年清洁能源项目自有资本金初始投资总额达25亿元。

(3) 金融服务事业部。围绕新材料、新技术和新型金融服务等领域进行产业投资和股权投资，为公司未来可持续发展寻找新的投资机会。到2020年产业投资累计净额达到10亿元。

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2016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2017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。

从合并范围来看，2016年公司因非同一控制收购纳入合并范围的孙公司有天顺（珠海）新能源有限公司（以下简称“天顺珠海”），因新设公司纳入合并范围的孙公司有苏州天顺风电叶片技术有限公司。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2016年底，公司合并资产总额79.39亿元，负债合计32.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.63亿元，其中归属于母公司的所有者权益为45.92亿元。2016年公司实现合并营业收入23.08亿元，净利润（含少数股东损益）4.12亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.06亿元；经营活动产生的现金流量净额5.52亿元，现金及现金等价物净增加额4.52亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额81.41亿元，负债总额33.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.76亿元，其中归属于母公司的所有者权益为46.73亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入5.35亿元，净利润（含少数股东损益）0.82亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.80亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.35亿元，现金及现金等价物净增加额-6.10亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，随着公司非公开发行 A 股股票募集资金的顺利完成，公司资产规模大幅增长，资产总额为 79.39 亿元，较年初增长 70.99%，其中流动资产占比 55.07%，非流动资产占比 44.93%，以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 43.72 亿元，较年初上涨 62.13%，主要源自于货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和其他流动资产的增加。公司流动资产以货币资金（占比 25.53%）、应收账款（占比 21.51%）、存货（占比 9.00%）和其他流动资产（占比 36.03%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 11.16 亿元，较年初增长 72.22%，主要系公司于 2016 年 10 月非公开发行股票所募集的资金尚未全部使用所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 97.04%）和其他货币资金（占比 2.96%）构成。其中使用受到限制的货币资金占比 2.96%，占比较小。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 9.40 亿元，较年初增长 12.83%，主要系公司规模扩大所致，其中，按账龄分析法计提坏账准备的金额约为 0.50 亿元，占比 5.69%。从账龄结构看，公司应收款项账龄在 1 年以内占比 81.58%，1~2 年占比 3.40%，2 年以上占 15.02%；以一年以内为主。截至 2016 年底，公司对应收账款已累计计提 0.73 亿元坏账准备，计提比例为 7.63%；前五名欠款企业总计占应收账款总额的 51.54%，账龄均为 1 年以内，集中度较高。考虑到主要客户均全球风电行业标杆企业，整体商业信用较好，应收账款回款风险较小。

截至 2016 年底，公司存货为 3.93 亿元，较年初增长 30.88%，主要系公司在新能源领域不断扩张，企业规模不断扩大，期末存货相应增多所致。公司存货以原材料（占比 35.98%）、在产品（占比 59.67%）、库存商品（占比 4.35%）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 0.28 亿元，计提比例为 6.65%。

截至 2016 年底，公司其他流动资产为 15.75 亿元，较年初增长 116.13%。其中，银行理财产品余额为 14.50 亿元，占比 92.05%。

截至 2016 年底，公司非流动资产共计 35.67 亿元，较年初增长 83.27%，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 76.16%）和无形资产（占比 5.08%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产净值为 27.17 亿元，较年初增长 260.71%，主要系旗下子公司宣力哈密“三塘湖 300MW 风力发电工程项目”正式完工投入运营，由在建工程转入固定资产所致。从固定资产的构成来看，截至 2016 年底，公司固定资产以房屋及建筑物（占比 19.07%）和机器设备（占比 80.35%）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 2016 年底，公司累计计提折旧 3.02 亿元，固定资产成新率为 88.90%，成新率较高。固定资产中使用权受到限制的金额为 2.20 亿元，占比 8.09%，受限比例较小。

截至 2016 年底，公司无形资产为 1.81 亿元，较年初上涨 67.32%。主要原因系公司新购置的土地使用权较多，以及非同一控制合并天顺珠海所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产规模为 81.41 亿元，较年初增长 2.54%，变动不大。公司流动资产占比 49.82%，非流动资产占比 50.18%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2016 年，随着公司定向增发的完成，公司资产规模大幅增长；公司资产结构较为均衡；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。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总计 32.76 亿元，较年初增长 40.35%，主要系非流动负债上升所致。公司负债结构中流动负债占比 52.65%，非流动负债占比 47.35%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 17.25 亿元，较年初下降 14.52%，主要系短期借款的下降导致。公司流动负债以短期借款（占比 11.46%）、应付票据（占比 46.49%）、应付账款（占比 26.90%）和其他应付款（占比 7.90%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款为 1.98 亿元，较年初下降了 55.22%，主要系因为公司采用非公开发行股份以及融资租赁等方式获得的资金较多，故相应减少了短期借款。短期借款中，主要由保证借款组成（占比 99.66%），其中，公司为子公司 Titan Singapore 和天顺珠海担保，分别取得 2,000.00 欧元（折合人民币 1.47 亿元）短期借款和 0.50 亿元人民币短期借款。

截至 2016 年底，公司应付票据为 8.02 亿元，较年初增长了 60.68%，主要系 2016 年票据成本较低，公司选择大量开具银行承兑汇票来进行日常结算所致。

截至 2016 年底，公司应付账款为 4.64 亿元，较年初增长 9.71%，主要系应付货款上升所致。公司应付账款主要由应付货款和应付工程款构成。其中，应付货款为 2.22 亿元，占比 47.77%；应付工程款为 1.49 亿元，占比 32.22%。从账龄上看，公司无账龄超过 1 年的重要应付账款。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 1.36 亿元，较年初大幅减少 75.98%，主要系公司支付了期初代收代付的融资租赁直租款较多。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 15.51 亿元，较年初增长 390.28%，公司非流动负债主要由长期借款（占 15.01%）、应付债券（占 25.57%）和长期应付款（占 58.85%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 2.32 亿元，较年初下降 19.70%，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债所致。

截至 2016 年底，公司新增 3.97 亿元应付债券，主要系公司于 2016 年 6 月发行的“16 天顺 01”公司债券，发行金额 4 亿元，发行利率 5.00%。

截至 2016 年底，公司新增 9.13 亿元长期应付款，全部为公司新增的设备融资租赁款。

截至 2016 年末，公司全部债务合计 26.83 亿元，较年初增长了 48.48%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务占比 42.51%，长期债务占比 57.49%，债务结构较为均衡。截至 2016 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率为 41.26% 和 36.62%，较 2015 年底的 50.27% 和 43.90% 均有所下降，主要系公司 2016 年完成了非公开发行股票发行，补充了权益资本所致；长期债务资本化比率为 24.85%，较 2015 年的 11.16% 有所上升，主要系新增长期融资租赁款和应付债券所致，公司整体债务负担有所减轻，处于合理水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 33.65 亿元，较年初增长 2.72%，其中流动负债占比 53.02%，非流动负债占比 46.98%。截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.33%、36.74% 和 24.35%，较年初变化不大。

总体看，2016 年，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。公司债务结构较为均衡，随着 2016 年完成非公开发行股票发行，公司债务负担有所减轻。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 46.63 亿元，较年初增长了 101.95%，主要系公司向特

定投资者非公开发行股票所致。其中归属于母公司所有者权益 45.92 亿元（占比 98.47%），其中股本占 38.74%、资本公积占 36.89%、未分配利润占 22.01%、盈余公积占 2.39%，主要由股本和资本公积构成，权益结构较为稳定。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 47.76 亿元，较年初上涨 2.42%。其中，归属母公司权益合计 46.73 亿元（占比 97.84%），其中股本占 38.07%、资本公积占 36.25%、未分配利润占 23.34%、盈余公积占 2.35%，主要由股本和资本公积构成，权益结构较为稳定。

总体看，2016 年公司通过非公开发行股票获得权益资本，扩大了所有者权益，所有者权益以股本和资本公积为主，权益结构较为稳定。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 23.08 亿元，同比增长 6.07%；主营业务收入 22.63 亿元，占比 98.07%，较年初上涨 5.35%。2016 年公司实现营业利润 4.31 亿元，同比上升 20.75%；实现净利润 4.12 亿元，同比增长 35.80%。2016 年，公司归属于母公司所有者的净利润为 4.06 亿元，同比增长 34.06%。

2016 年，公司销售费用随经营规模扩大而增长，达到 1.49 亿元，同比增长 138.46%，主要系公司与部分客户的交货方式发生了变化，即由原来的码头船边交货改为对方堆场交货，由此带来运输费和出口费的大幅增加所致；管理费用为 1.55 亿元，同比增长 34.97%，主要系公司规模不断扩大，人员增多，公司整体管理成本相应增长；财务费用为 0.33 亿元，同比增长 5.36%，主要系利息支出的增加所导致。2015~2016 年公司费用收入比分别为 9.55% 和 14.55%。公司费用控制能力一般。

2016 年，公司营业外收入 0.54 亿元，同比增长 710.75%，主要系政府补贴增加所致。占同期利润总额的 11.25%，营业外收入对公司盈利贡献一般。

从盈利指标来看，受公司增资扩股影响，公司盈利能力小幅下降，2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.20%、8.58% 和 11.82%，较年初分别下降了 1.26 个百分点、1.42 个百分点和 2.21 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 5.35 亿元，较上年同期增长 37.70%，主要系风塔、风叶和发电收入增加所致；实现营业收入 5.26 亿元，较上年同期增长 37.85%；实现净利润 0.82 亿元，较上年同期增长 17.77%。

总体看，公司作为我国风塔制造行业占主导地位的生产商，公司收入规模稳定增长；期间费用控制能力有所下降；公司整体盈利能力变化不大。

5. 现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入 30.07 亿元，较上年增长 47.24%，主要系销售规模扩大所致；公司经营活动现金流出 24.55 亿元，较上年增长 44.14%，主要系业务规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金上升所致。受原材料采购价格下降影响，公司经营活动现金流入的增幅大于流出的增幅。2016 年，公司经营活动现金净流入 5.52 亿元，较上年增长 62.82%。2016 年，公司现金收入比由上年的 87.29% 上升至 119.08%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动产生现金流入为 43.87 亿元，较上年增长 15.66%，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 57.62 亿元，较上年增长 11.71%，主要系公司在建风电场项目建设支出较大所致。综上，2016 年，公司投资活动现金净流出规模为 13.75 亿元。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入合计28.48亿元，较上年减少9.75%；公司筹资活动现金流出合计15.79亿元，较上年下降14.37%，主要系公司支付偿还债务支付的现金减少所致。综上，2016年，公司筹资活动现金净流入12.69亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.35亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.50亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.23亿元。

总体来看，跟踪期内，公司继续保持着较大规模的经营活动净现金流入，收入实现质量有所提升；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2016年底，公司流动比率由年初的1.34倍上升至2.54倍，速动比率由年初的1.19倍上升至2.31倍，主要系2016年公司通过非公开发行股票募集了资金，导致流动资金得到有效的补充所致，公司流动资产对流动负债覆盖程度高。2016年，公司现金短期债务比为0.99倍，较上年的0.48倍有所提升，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所提高。整体看，公司短期偿债能力较强。

2016年，公司EBITDA较上年大幅增长48.61%至6.36亿元，主要系利润总额增长所致；主要由折旧（占14.47%）、摊销（占0.69%）、计入财务费用的利息支出（占9.17%）和利润总额（占75.67%）构成。从长期偿债能力指标看，2016年EBITDA利息倍数由上年的9.70倍下降至6.05倍，主要系债务的增长导致利息支出增长所致；EBITDA全部债务比较上年无变化，为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0.19倍上升至0.21倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

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2017年5月5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2017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，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、本期公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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5.17亿元，约为“16天顺01”本金（4亿元）的1.29倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达47.76亿元，约为“16天顺01”本金（4亿元）的11.94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，2016年公司EBITDA为6.36亿元，约为“16天顺01”本金（4亿元）的1.59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2016年经营活动产生的现金流入30.07亿元，约为“16天顺01”本金（4亿元）的7.52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。

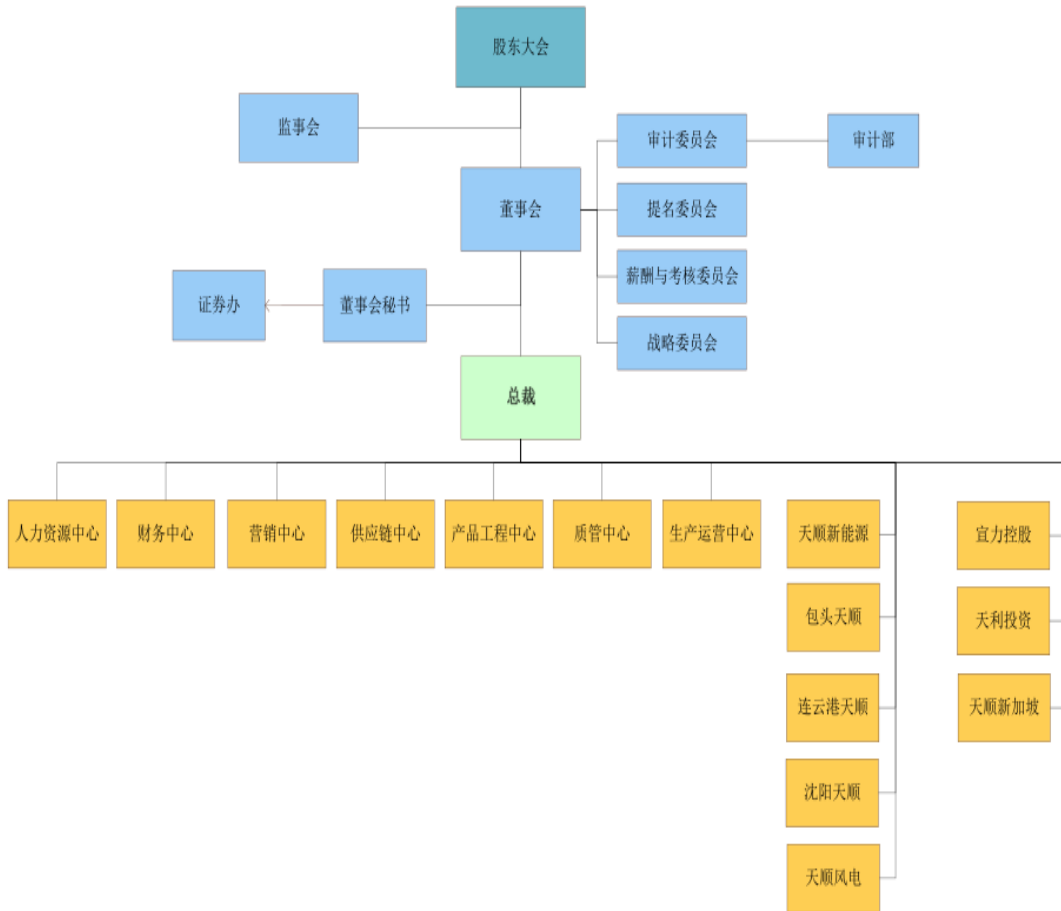
八、综合评价

公司作为中国领先的风塔生产商，在行业地位、技术水平、客户资源等方面仍具有显著优势。公司风塔销售收入平稳增长；随着哈密风电场并网运营，公司新增售电收入，分散了其单一业务风险；经营活动现金流继续呈较大规模的净流入态势。2016年，公司完成非公开发行股票募集资金，公司资本实力和整体抗风险能力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司下游客户集中度较高、汇率波动、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，评级展望为“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	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
资产总额（亿元）	46.43	79.39	81.41
所有者权益（亿元）	23.09	46.63	47.76
短期债务（亿元）	15.17	11.40	12.36
长期债务（亿元）	2.90	15.42	15.37
全部债务（亿元）	18.07	26.83	27.74
营业收入（亿元）	21.76	23.08	5.35
净利润（亿元）	3.03	4.12	0.82
EBITDA（亿元）	4.28	6.36	--
经营性净现金流（亿元）	3.39	5.52	-1.35
应收账款周转次数（次）	3.13	2.43	--
存货周转次数（次）	4.55	3.99	--
总资产周转次数（次）	0.57	0.37	0.07
现金收入比率（%）	87.29	119.08	74.70
总资本收益率（%）	10.07	8.80	--
总资产报酬率（%）	9.79	8.01	--
净资产收益率（%）	14.02	11.82	1.74
营业利润率（%）	28.64	34.58	31.37
费用收入比（%）	9.55	14.55	17.39
资产负债率（%）	50.27	41.26	41.33
全部债务资本化比率（%）	43.90	36.52	36.74
长期债务资本化比率（%）	11.16	24.85	24.35
EBITDA 利息倍数（倍）	9.70	6.05	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.24	--
流动比率（倍）	1.34	2.54	2.27
速动比率（倍）	1.19	2.31	2.00
现金短期债务比（倍）	0.48	0.99	0.42
经营现金流流动负债比率（%）	16.81	32.01	-7.57
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.07	1.59	--

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
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%
盈利指标	
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%
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+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。