跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1897 号

通裕重工股份有限公司：

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：

通裕重工股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

通裕重工股份有限公司公开发行的“18 通裕 02”和“18 通裕 03”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：

二〇二〇年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

通裕重工股份有限公司
公司债券 2020 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	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
18 通裕 02	0.87 亿元	3+2	AA	AA	2019.6.21
18 通裕 03	4.13 亿元	3+2	AA	AA	2019.6.21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	100.88	103.61	122.95	124.49
所有者权益（亿元）	54.11	53.28	54.97	55.62
长期债务（亿元）	7.41	9.66	10.33	10.47
全部债务（亿元）	39.83	42.39	52.22	54.36
营业收入（亿元）	31.71	35.35	40.27	11.63
净利润（亿元）	2.26	2.41	2.52	0.66
EBITDA（亿元）	6.77	7.42	8.20	--
经营性净现金流（亿元）	0.87	2.39	3.45	0.46
营业利润率（%）	22.12	21.80	24.54	19.61
净资产收益率（%）	4.21	4.48	4.65	1.18
资产负债率（%）	46.36	48.58	55.29	55.32
全部债务资本化比率（%）	42.40	44.31	48.72	49.43
流动比率（倍）	1.30	1.25	1.17	1.18
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.17	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.05	3.69	3.99	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.35	1.48	1.64	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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；3. 公司长期应付款中有息部分已纳入长期债务及相关指标核算；4. 公司 2020 年 1—3 月财务报告未经审计，相关指标未年化；5. 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，通裕重工股份有限公司（以下简称“公司”或“通裕重工”）整体经营情况良好，受益于风电“抢装潮”，公司订单有所增加，主要产品产能均有所扩大，产销量均有所提高，产能利用率和产销率整体维持在较高水平。收入规模和资产规模保持稳步增长，综合毛利率水平略有提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到风电行业受政策影响大、原材料价格波动较大、整体资产质量一般以及费用控制能力有待加强等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司引入国有资本作为战略投资者，有助于提升其整体抗风险能力。未来，随着公司在建项目产能释放以及销售网络的不断拓展，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 通裕 02”和“18 通裕 03”的债项信用等级为 AA。

优势

1. **受风电“抢装潮”影响，公司营业收入和综合毛利率保持增长。**2019 年，公司实现营业收入 40.27 亿元，较上年增长 13.93%；综合毛利率较上年上升 2.70 个百分点至 25.91%。

2. **整体经营情况良好。**2019 年，公司订单有所增加，主要产品产能均有所扩大，产销量均有所提高，产能利用率和产销率整体维持在较高水平。

3. **国有资本进入，提升了公司抗风险能力。**2019 年，山东国惠投资有限公司和山东省高新技术创业投资有限公司作为战略投资者入股公司，公司实际控制人司兴奎先生分别向上述两

家国有企业转让 5.67%和 5.04%的股份。

关注

1. **主要原材料价格上涨，不利于公司成本控制。**公司主要外购原材料为生铁和废钢，2019 年，公司生铁和废钢的采购均价因市场行情变化有所上升，分别较上年增长 10.94%和 9.16%。

2. **公司整体资产质量一般。**截至 2019 年末，公司应收账款和存货分别占流动资产比重为 24.45%和 34.65%，对营运资金存在占用；公司资产受限比例高达 37.52%。

3. **公司费用控制能力有待加强。**2019 年，公司费用收入比为 16.00%，较上年上升 2.64 个百分点。

分析师

蒲雅修　登记编号（R0040217110005）
李敬云　登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

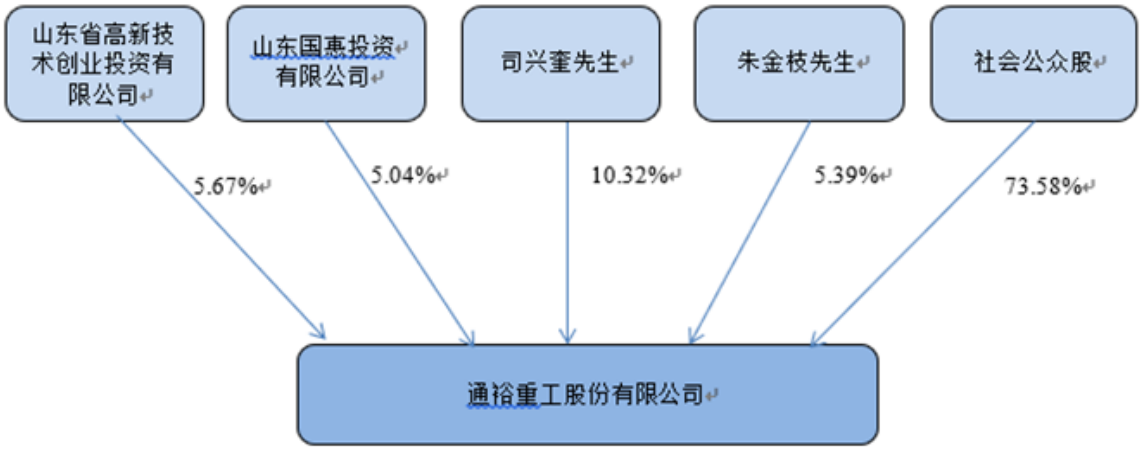
联合信用评级有限公司

一、主体概况

通裕重工股份有限公司（以下简称“公司”或“通裕重工”）前身为成立于 2002 年 5 月的禹城通裕机械有限公司（以下简称“通裕机械”），由司兴奎等 23 名自然人以现金出资设立，初始注册资本 596.80 万元。2002 年 8 月，通裕机械更名为山东通裕集团有限公司（以下简称“通裕集团”），2010 年 1 月，通裕集团整体变更为股份公司，并更名为现名。

2011 年 3 月，公司首次公开发行 9,000.00 万股股票，并在深圳证券交易所创业板上市，股票简称“通裕重工”，股票代码“300185.SZ”，发行后公司注册资本为 3.60 亿元。2012 年 4 月，公司以资本公积转增股本，转增后注册资本为 9.00 亿元。2016 年 6 月，公司非公开发行股份 18,924.80 万股，注册资本增至 10.89 亿元。2016 年 8 月，公司以资本公积转增股本，转增后注册资本增至 32.68 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司总股本 326,774.39 万股，公司控股股东及实际控制人为司兴奎；截至 2020 年 6 月 12 日，司兴奎与一致行动人朱金枝合计持有公司股票 51,336.41 万股，占公司总股本的比例为 15.71%，其中处于质押状态的股份合计 19,443.00 万股，占其合计所持有股份的比例为 37.87%，占公司总股本的比例为 5.95%。

图 1　截至 2020 年 6 月 12 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，组织机构有所调整（见附件 1）。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司共 28 家，公司及主要子公司在职员工合计 3,651 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 122.95 亿元，负债合计 67.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.17 亿元。2019 年，公司实现营业收入 40.27 亿元，净利润（含少数股东损益）2.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 124.49 亿元，负债合计 68.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.79 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 11.63 亿元，净利润（含少数股东损益）0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.16 亿元。

公司注册地址：山东省德州（禹城）国家高新技术产业开发区；法定代表人：司兴奎。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2017〕1135 号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过 10 亿元的公司债券，本次债券分期发行。

1. 18 通裕 02

2018 年 10 月 31 日，公司向合格投资者公开发行“通裕重工股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，并于 2018 年 11 月 21 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“18 通裕 02”，债券代码“112760.SZ”，发行规模为人民币 0.87 亿元，票面利率 7.50%，期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本，附第 3 年末发行人赎回选择权、票面利率上调选择权和投资者回售选择权。截至 2019 年末，募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。公司已于 2019 年 10 月 31 日支付“18 通裕 02”2018 年 10 月 31 日至 2019 年 10 月 30 日的利息。

2. 18 通裕 03

2018 年 12 月 6 日，公司向合格投资者公开发行“通裕重工股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”，并于 2018 年 12 月 24 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“18 通裕 03”，债券代码“112811.SZ”，发行规模为人民币 4.13 亿元，票面利率 7.50%，期限 5 年，每年付息一次，到期一次还本，附第 3 年末发行人赎回选择权、票面利率上调选择权和投资者回售选择权。截至 2019 年末，募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。公司已于 2019 年 12 月 6 日支付“18 通裕 03”2018 年 12 月 6 日至 2019 年 12 月 5 日的利息。

三、行业分析

2019 年，随着钢铁行业去产能政策的推进，大型锻件行业主要原材料价格呈上升趋势，一定程度上挤压了锻件行业的盈利空间；风电行业景气度上升，使下游需求保持旺盛；国家鼓励可再生能源发展，大型锻件行业将迎来新的发展机遇。

公司主要业务为风电主轴、管模、压力容器锻件、其他锻件、锻件坯料(钢锭)、冶金成套设备等大型锻件的生产、销售，属于大型锻件行业。

大型锻件（如风电主轴、管模和其他大型锻件等）与大型铸件相比，具有更优异的金属性能，技术含量更高，生产技术难度较大。世界上大型锻件的生产能力主要集中在日本、韩国、欧洲和中国，国内大型锻件能力水平与国际先进水平相比仍有一定差距，部分大型、复杂锻件尚未攻关成功，只能依靠进口。

上游方面，大型锻件的上游原材料主要为钢锭，而钢锭的原材料主要为生铁、废钢，以及钼铁、铬铁、镍铁、锰铁及硅铁等辅料。我国钢铁行业受国家宏观经济调控及铁矿石价格波动的影响较大，国废钢资源产生的地域分布也不平衡，主要分布在北京、天津、上海、广东、辽宁等人口比较稠密的省市。2018 年以来，随着国家去产能政策的推进，以及货币政策的宽松及各地区环保检查趋严，废钢价格震荡上升，截至 2019 年末，北京、大连、西安和广州地区废钢价格分别回升至 2,620.00 元/吨、2,610.00 元/吨、2,470 元/吨和 2,670.00 元/吨；生铁价格分别为 3,200.00 元/吨、3,250.00 元/吨、3,050.00 元/吨和 3,450.00 元/吨。

下游方面，2018 年全球新增 53.9GW 的风电装机，2019 年，全球风电新增装机容量 60.4GW，累积装机容量达到 651GW。其中，国内新增并网风电装机 25.74GW，同比增长 25.01%。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。“十三五”期间我国将基本形成“五基两带”能源开发布局，新增包括渤海、东海、南海北部等在内的近海开发带；2020 年，蒙东、蒙西、甘肃、新疆、吉林、黑龙江等大型风电基地规划目标总量将达到 8,700 万千瓦，占全国比重约为 43%。力争“十三五”每年新增风电装机 2,000 万千瓦，确保 2020 年风电装机 2 亿千瓦、年发电量 3,900 亿千瓦时的目标，每年新增装机量拉动了风电主轴的需求量。

行业政策方面，2018 年 3 月，国家出台《关于征求<可再生能源电力配额及考核办法（征求意见稿）>意见的函》，可再生能源发电市场份额做出的强制性规定，在各省国民经济和社会发展规划和能源发展规划中将可再生能源电力占比作为约束性指标，给大型锻件行业带来一定利好。

行业关注方面，一是我国大型锻件行业技术水平相对落后，在产品类别、质量、技术等方面均存在较大的差距；二是坯料制备能力落后于主要发达国家，坯料制备能力成为锻造企业的短板；三是原材料成本波动，钢材价格的整体上升使大型锻件行业的采购成本增加，面临成本上涨、利润下滑的风险；四是行业内较多企业计划新增大型自由锻液压机，市场竞争加剧。

未来发展方面，随着国内外风力发电机组整机的大型化发展，与之相关配套的风力发电机组主轴也趋于大型化。未来 3~5 年，国内 2.5MW 以上的风力发电机组的市场份额将会越来越大，风力发电机组主轴大型化的技术研发与储备成为风力发电机组主轴制造企业未来发展的关键点。随着未来风电主轴技术的发展与国际化竞争的加剧，风力发电整机制造企业对风力发电机组主轴制造企业的生产管理体系要求将会越来越严格。

四、管理分析

2019 年，公司高管团队有所变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年，公司高管团队有所调整，具体变化见下表。

表 1　2019 年公司董事、监事和高管人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	原因
刘殿山	董事	任免	总经理职务任期满离任，被选举为董事
祖吉旭	董事	任免	副总、董秘职务任期满离任，被选举为董事。
王世镇	副董事长	离任	任期满离任
朱金枝	董事	离任	任期满离任
秦士东	董事、副总	离任	任期满离任
刘玉海	监事会主席	离任	任期满离任
王乐锦	独立董事	离任	任期满离任
焦连亮	副总	离任	任期满离任
司勇	副董事长	选举	换届选举
	总经理	聘任	原总经理任期满离任，董事会聘任
石爱军	董事	选举	换届选举
柳真	董事	选举	换届选举
钟安石	独立董事	选举	换届选举
张继森	监事会主席	选举	换届选举
倪洪运	副总经理	聘任	董事会聘任
司鉴涛	副总经理	聘任	董事会聘任
刘志清	副总经理	聘任	董事会聘任
张文一	副总经理	聘任	董事会聘任

资料来源：公司年报，联合评级整理

公司总经理司勇先生，1974 年出生，硕士研究生学历。历任山东省禹城市新园热电有限公司（以下简称“新园热电”）副总经理、总经理兼财务总监，公司总经理助理、副总经理，兼任贵州宝丰新能源开发有限公司董事长、山东齐通投资有限公司董事长、新园热电董事、常州东方机电成套有限公司董事长、常州海杰冶金机械制造有限公司董事长、济南市冶金科学研究所有限责任公司董事长、禹城宝利铸造有限公司执行董事；现任德州市政协委员。2019 年 6 月起任公司总经理。

公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受益于风电“抢装潮”，公司营业收入小幅增长，综合毛利率略有提升。2020 年一季度，由于订单规模增加，公司收入和净利润规模大幅增长。

2019 年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事大型铸锻件的研发、制造及销售。2019 年，公司实现营业收入 40.27 亿元，较上年增长 13.93%，主要系风电主轴和铸件收入增加所致；公司营业成本 29.84 亿元，较上年增长 9.93%。2019 年，公司实现净利润 2.52 亿元，较上年增长 4.73%。2019 年，公司主营业务收入占营业收入的比例为 84.46%，主营业务仍较突出。

从收入构成来看，2019 年，受风电“抢装潮”影响，公司风电主轴收入快速增长，较上年增长 62.39%至 8.85 亿元，占营业收入的比例较上年上升 6.56 个百分点至 21.99%，成为公司营业收入的主要来源；其他锻件收入较上年增长 21.06%至 7.30 亿元，占比较上年上升 1.09 个百分点至 18.14%，主要系订单增加所致；铸件收入较上年大幅增长 106.96%至 6.54 亿元，占比较上年上升 7.31 个百分点至 16.26%，主要系风电“抢装潮”使得订单增加所致；公司其他产品收入主要为贸易、热电等业务收入，较上年下降 38.69%至 6.29 亿元，占比较上年下降 13.76 个百分点至 15.26%，主要系贸易收入减少所致；粉末冶金产品和钢锭产品的收入及占比较上年变化不大；公司管模、冶金设备、压力容器锻件和核电业务对营业收入贡献比例较小，对营业收入影响不大。

从毛利率水平看，2019 年，公司风电主轴产品、铸件产品、粉末冶金产品和钢锭产品毛利率较上年变化不大，分别下降 0.74 个百分点、下降 1.63 个百分点、上升 0.74 个百分点和上升 1.14 个百分点；公司其他锻件产品毛利率较上年下降 5.13 个百分点至 34.92%，主要系产品结构不同所致；公司其他产品毛利率较上年上升 8.43 个百分点至 20.10%，主要系毛利率较低的贸易收入减少所致；公司管模、冶金设备、核电业务和压力容器锻件对营业收入贡献较小，对整体毛利率影响不大。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率较上年上升 2.70 个百分点至 25.91%。

表 2　2017－2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
风电主轴	5.67	17.87	46.44	5.45	15.43	39.02	8.85	21.99	38.28
管模	1.01	3.17	29.78	1.48	4.19	36.97	1.85	4.60	32.60
压力容器锻件	1.23	3.87	35.57	0.47	1.33	41.6	0.10	0.25	36.29
其他锻件	3.89	12.28	41.03	6.03	17.05	40.05	7.30	18.14	34.92
锻件坯料（钢锭）	3.06	9.64	18.40	3.52	9.96	11.15	3.86	9.59	12.29
冶金设备	0.69	2.19	5.99	0.97	2.74	11.83	1.23	3.06	21.86
粉末冶金产品	2.95	9.30	15.47	3.95	11.18	14.39	3.98	9.89	15.13
铸件	1.83	5.77	25.07	3.16	8.95	19.86	6.54	16.26	18.23

核电业务	0.09	0.30	42.86	0.06	0.16	37.24	0.27	0.66	45.95
其他产品	11.29	35.62	7.88	10.26	29.02	11.67	6.29	15.26	20.10
合计	**31.71**	**100.00**	**23.38**	**35.35**	**100.00**	**23.21**	**40.27**	**100.00**	**25.91**

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 11.63 亿元，较上年同期增长 46.39%，主要系 2020 年一季度公司订单增加、销售发货增加所致；实现营业利润 0.82 亿元，较上年同期增长 136.74%；实现净利润 0.66 亿元，较上年同期增长 137.72%。

2. 业务运营

2019 年，公司采购成本上升，不利于生产成本控制；受益于风电“抢装潮”，公司订单有所增加，主要产品产能均有所扩大，产销量均有所提高，产能利用率和产销率整体维持在较高水平。

采购方面，公司外购原材料中，占比最大的为生铁和废钢。从采购量来看，2019 年，公司生铁采购量较上年增长 164.09%，废钢采购量较上年下降 27.94%，生铁与废钢采购量此消彼长，主要系 2019 年度铸件产量大幅增加，生铁为生产铸件的主要原材料，同时公司对钢锭生产工艺进行了改进，减少了废钢的消耗比例所致。根据生产产品和生产工艺的不同，公司其他铁合金原材料采购量变动不一，因采购量较小，对公司原材料成本影响有限。从采购均价来看，2019 年，公司生铁和废钢的采购均价因市场行情变化有所上升，分别较上年增长 10.94%和 9.16%。其余主要铁合金材料价格变动不一，主要原材料采购成本上升不利于公司生产成本的控制。

表 3　2017－2019 年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
生铁	采购量	35,214.80	36,293.82	95,846.94
	采购均价	2,581.60	3,021.33	3,351.79
废钢	采购量	273,930.42	272,881.21	196,649.29
	采购均价	1,611.79	2,310.00	2,521.64
钼铁	采购量	580.23	533.56	734.93
	采购均价	76,535.42	105,143.00	107,759.70
高铬	采购量	406.30	686.90	978.30
	采购均价	8,895.16	8,448.00	7,275.13
低铬	采购量	810.90	500.20	459.90
	采购均价	15,087.62	13,622.00	11,152.48
锰铁	采购量	930.10	800.20	936.00
	采购均价	7,089.14	12,945.00	11,124.19
镍铁	采购量	607.75	450.80	349.98
	采购均价	76,344.38	92,828.00	98,467.44
硅铁	采购量	276.00	434.00	1,024.00
	采购均价	6,016.04	6,502.00	5,681.58

资料来源：公司提供

除采购原材料外，公司需要采购的动力主要为电力及天然气。从采购量来看，2019 年，随着产品产量的增长，公司天然气采购量较上年增长 14.33%，电力采购量较上年增长 14.39%。从采购价格来看，天然气和电力为国家统一供应，价格较为透明，2019 年，公司天然气采购均价较上年上涨 9.54%，电力采购均价较上年增长 3.23%。

表 4　2017－2019 年公司动力采购情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
天然气	采购量（单位：万立方米）	4,198.46	4,959.35	5,669.91
	采购均价（单位：元/立方米）	2.26	2.41	2.64
电力	采购量（单位：万千瓦时）	26,500.44	33,796.27	38,660.41
	采购均价（单位：元/千瓦时）	0.63	0.62	0.64

资料来源：公司提供

从采购结算来看，公司采购结算方式较上年无重大变化。对于价格波动较大的原材料，公司采用预付货款的形式进行采购；对于价格波动较小的原材料，公司采取货到付款的方式；对于部分用量较大且需要连续采购的原材料，采用 3:4:3 的滚动方式付款。付款方式为现汇、电汇和票据相结合。

从采购集中度来看，2019 年，公司对前五大供应商采购额 6.48 亿元，占当年采购总额的比例为 21.70%，较上年下降 4.86 个百分点，公司供应商集中度一般。

表 5　2017－2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	采购内容	采购额	占年度采购总额比例
2017 年	禹城同盛工贸有限公司	煤炭	21,044.83	8.66
	鄂尔多斯市鑫和工贸有限责任公司	煤炭	13,533.61	5.57
	鄂尔多斯市乌兰陶勒盖煤炭运销有限公司	煤炭	7,925.93	3.26
	崇义章源钨业股份有限公司	合金	7,311.84	3.01
	安徽秋黍商贸有限公司	煤炭	5,971.58	2.46
	合计	--	**55,787.77**	**22.96**
2018 年	禹城同盛工贸有限公司	煤炭	22,511.13	8.29
	国网山东省电力公司禹城市供电局	电力	20,812.08	7.67
	禹城华润燃气有限公司	天然气	13,636.82	5.02
	北京汇鑫昊源有色金属有限公司	合金	9,845.92	3.63
	吉林炭素有限公司	石墨电极	5,281.29	1.95
	合计	--	**72,087.23**	**26.56**
2019 年	禹城同盛工贸有限公司	煤炭	28,473.44	9.54
	北京汇鑫昊源有色金属有限公司	合金	14,019.42	4.70
	崇义章源钨业股份有限公司	合金	8,159.70	2.73
	山东镍信合金有限公司	合金	7,091.07	2.38
	本溪参铁（集团）有限公司	生铁	7,015.97	2.35
	合计	--	**64,759.59**	**21.70**

资料来源：公司提供

生产方面，从产能来看，2019 年，公司主要产品产能均较上年有所增长。其中，风电主轴和铸件产能分别较上年增长 50.00%和 66.67%，主要系非公开募投项目产能释放所致；其他锻件、钢锭和粉末合金产能分别较上年有不同程度的增长，主要系工艺改进、效能提升所致。公司设备通用性较强，公司可以根据订单情况调配设备加工的产品类别。从产量来看，2019 年，公司主要产品产量均较上年有所增长。其中，风电主轴和铸件产量分别较上年增长 61.77%和 61.05%，主要系受风电“抢装潮”影响，订单增加所致；其他锻件、钢锭、粉末合金产量均较上年有不同程度的增长，主要系产能提升生产能力增强以及订单需求增加所致。从产能利用率来看，风电主轴、其他锻件和钢锭产能利用率分别较上年提高 6.99 个百分点、1.64 个百分点和 4.91 个百分点，粉末合金和铸件产能利用率较上年略有下降。

表 6　2017－2019 年公司主要产品产能及产量情况（单位：吨/年、吨、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
风电主轴	产能	60,000.00	60,000.00	90,000.00
	产量	59,669.00	53,470.00	86,496.49
	产能利用率	99.45	89.12	96.11
其他锻件	产能	41,000.00	67,000.00	70,000.00
	产量	40,730.53	60,609.45	64,472.38
	产能利用率	99.34	90.46	92.10
锻件坯料（钢锭）	产能	240,000.00	280,000.00	300,000.00
	产量	247,965.00	268,443.00	302,328.70
	产能利用率	102.08	95.87	100.78
粉末合金	产能	1,200.00	1,300.00	1,450.00
	产量	1,121.00	1,285.18	1,406.73
	产能利用率	93.33	98.86	97.02
铸件	产能	32,000.00	60,000.00	100,000.00
	产量	26,959.00	49,383.37	79,533.92
	产能利用率	84.25	82.31	79.53

资料来源：公司提供

销售方面，从产品销售量来看，2019 年，公司主要产品销量均较上年有所增长，其中，风电主轴产品和铸件产品销量分别较上年增长 56.84%和 57.05%，主要系公司受风电“抢装潮”影响订单增加所致；其他锻件产品、钢锭产品、粉末合金产品销量较上年均有不同程度的增长，主要系公司加大市场营销力度使得订单增加所致。从产品销售均价来看，公司风电主轴产品、其他锻件产品、钢锭产品和铸件产品销售均价均较上年有不同程度的上升，主要系原材料价格上升所致；粉末合金产品销售均价较上年下降 13.70%，主要系原材料价格下降所致。从产销率来看，风电主轴产品、其他锻件产品、钢锭产品和铸件产品产销率均较上年略有下降，但仍处于较高水平；粉末合金产品产销率较上年上升 6.17 个百分点至 99.60%，主要系营销力度增加、消化库存所致。总体而言，公司“以销定产”的生产方式决定了主要产品产销率均保持在较高水平。

表 7　2017－2019 年公司主要产品销售情况（单位：吨、%、万元/吨）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
风电主轴	销量	58,885.86	58,430.83	91,645.35
	产销率	98.69	109.28	105.95
	均价	0.96	0.93	0.97
其他锻件	销量	42,397.15	60,083.52	63,502.40
	产销率	106.39	99.13	98.50
	均价	0.92	1.00	1.04
锻件坯料（钢锭）	销量	253,116.00	274,905.80	298,843.37
	产销率	102.07	102.41	98.85
	均价	0.42	0.50	0.53
粉末合金	销量	1,100.00	1,200.75	1,401.14
	产销率	98.12	93.43	99.60
	均价	26.8	32.91	28.40
铸件	销量	21,618.89	51,211.96	80,430.08
	产销率	80.2	103.70	101.13
	均价	0.84	0.86	0.91

资料来源：公司提供

从销售结算来看，公司结算方式仍主要为银行汇款或承兑汇票，出口产品部分采用信用证方式付款。对于长期合作的客户，公司规定付款期限为发货后 30~90 天内付款；对于新客户，公司一般预收 30%货款；对于个别大客户和战略合作伙伴，为维护客户关系，公司对其信用政策也适当放宽，在预付款和应收账款账期上作适当的灵活安排。同时，公司一般与客户约定的质保金为货款的 10%，质保期一般为 12 个月，最长 5 年，质保期满后如无质量问题则付清余款。总体看，公司销售账期大致为 9 个月。

从销售集中度来看，2019 年，公司对前五大客户销售额 5.98 亿元，占当年销售额的 14.86%，销售集中度较上年上升 2.14 个百分点，集中度仍属较低。

表 8　2017－2019 年公司产品客户集中度情况（单位：万元、%）

年份	序号	客户名称	销售产品	销售金额	销售占比
2017 年	1	广东省电力工业燃料有限公司	贸易	23,687.87	7.47
	2	内蒙古淮矿西部煤炭贸易有限公司	贸易	17,605.97	5.55
	3	华仪风能有限公司	风电主轴、风电铸件	7,893.67	2.49
	4	GE Renewable Energy	风电主轴	6,057.05	1.91
	5	青岛保税区中兖贸易有限公司	贸易	5,916.63	1.87
	合计		--	**61,161.19**	**19.29**
2018 年	1	GE RENEWABLES NORTH AMERICA LLC	风电主轴	11,605.46	3.28
	2	SENVION GMBH	风电主轴、风电铸件	10,322.99	2.92
	3	保龄宝生物股份有限公司	蒸汽	8,029.04	2.27
	4	三一重能有限公司	风电主轴、风电铸件	7,759.17	2.19
	5	国网山东省电力公司德州供电公司	电力	7,262.09	2.05
	合计		--	**44,978.76**	**12.72**
2019 年	1	三一重能有限公司	风电主轴、风电铸件	16,994.67	4.22
	2	南京风电科技有限公司	风电主轴、风电铸件	12,065.37	3.00
	3	GE RENEWABLES NORTH AMERICA LLC	风电主轴	12,051.37	2.99
	4	Nordex Energy GmbH	风电主轴、风电铸件	9,519.34	2.36
	5	中国船舶重工集团海装风电股份有限公司	风电主轴、风电铸件	9,208.17	2.29
	合计		--	**59,838.92**	**14.86**

资料来源：公司提供

3. 重大事项

（1）公司引入国有资本作为战略投资者，有助于提升公司整体抗风险能力。

2019 年，公司控股股东、实际控制人司兴奎先生与山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）和山东省高新技术创业投资有限公司（以下简称“山东高新投”）达成股权转让协议，通过向山东国惠和山东高新投转让部分公司股份，为公司引入了国有战略投资者。协议转让完成后，山东高新投和山东国惠分别持有公司 5.67%和 5.04%的股份，成为公司战略投资者。

（2）公司非公开发行股票如顺利完成，其资本实力将得到提升。

2020 年 4 月 28 日，公司召开第四届董事会第六次会议，会议通过了关于公司非公开发行股票方案。本次非公开发行股票数量不超过本次非公开发行前总股本的 30%，拟募集资金总额不超过 62,202.00 万元，扣除发行费用后，募集资金净额将全部投资于以下项目：

表 9　本次非公开发行股票募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	风电装备模块化制造项目	36,483.21	30,308.00
2	6MW 及以上风电机组关键零部件制造项目	20,332.91	16,894.00
3	补充流动资金	15,000.00	15,000.00
合计		**71,816.12**	**62,202.00**

资料来源：公司公告，联合评级整理

2020 年 6 月 22 日，根据公司重大事项停牌公告，本次非公开发行股票事项或有重大调整或终止。

（3）公司拟转让股本涉及控制权变更。

2020 年 6 月 22 日，公司发布公告称，控股股东、实际控制人司兴奎拟联合其他股东向珠海港控股集团有限公司（以下简称“珠海港控”转让占公司总股本比例为 5.00%的股份，并涉及表决权委托相关安排和公司控制权变更。同时，公司正在筹划向珠海港控发行非公开股份。本次交易尚需有关部门审批，仍存在一定不确定性。

4. 经营关注

（1）宏观经济波动及下游行业影响的风险

公司系重大装备核心部件制造企业，产品主要应用于能源电力（包括风电、水电、火电、核电）、矿山、石化、海工装备、压力容器、机械、军工、航空航天等行业，受全球经济形势和行业发展情况的影响较大。近年来全球宏观经济不景气，固定资产投资放缓，未来全球经济形势和行业发展情况如不能从根本上好转，将继续对公司经营业绩产生不利影响。

（2）原材料及能源价格波动的风险

公司经营成本中，对生铁、废钢和铁合金等原料和及电力、天然气等能源的采购成本占比高，主要原材料和能源价格波动与产品价格波动在时间和幅度上存在一定差异，若主要原材料、能源价格上涨而公司不能及时调整产品价格，将对公司主营业务的利润空间形成挤压，造成公司盈利能力下降。

（3）汇率波动导致的汇兑损失风险

随着公司产品结构的不断丰富，公司不断加强对国际市场的开拓，2019 年境外收入在营业收入中占比为 17.29%，若人民币汇率发生较大波动，将一定程度影响公司产品出口，并产生汇兑损失的风险。

5. 未来发展

公司整体定位明确，有利于提升其综合竞争实力。

公司已形成大型高端装备制造领域的综合性研发平台，未来，公司计划充分发挥平台优势和完整制造链优势，根据市场需求及时调整产品结构，同时要求各个生产工序深挖内潜、提质增效。

公司将开展“效能倍增”工程，实现生产效能提升，进一步降低成本，提高产品竞争力。公司将继续做大做强风电装备模块化业务，同时不忽视非风电产品的市场开发及工艺创新工作，营销团队加大开发国际市场力度，重点抓批量化的大型成套设备及部件的订单，发挥出完整制造链条的优势，不断优化工艺、降低成本，并做好新产品研发。公司将通过管理降成本、提效率、见效益，一是强化关键少数在管理工作中的重要性，二是提高资产周转速度，三是加强梯队建设，推进员工任

职能力测评排序工作，四是鼓励技术服务部门技术创新意识，五是将引进并推广办公信息化系统，提升信息流转及审批效率。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见；公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》及其他最新相关规定进行编制。

从合并范围情况看，2019 年公司财务报表合并范围内增加子公司 2 家（设立 1 家，非同一控制下企业合并 1 家），减少子公司 2 家（注销 2 家）；2020 年 1－3 月，公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内子公司共 28 家。公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 122.95 亿元，负债合计 67.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.17 亿元。2019 年，公司实现营业收入 40.27 亿元，净利润（含少数股东损益）2.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.01 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 124.49 亿元，负债合计 68.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.79 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 11.63 亿元，净利润（含少数股东损益）0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.16 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模较年初有所增长，以流动资产为主；流动资产中应收账款和存货规模较大，对营运资金存在占用，非流动资产中固定资产规模较大。公司资产受限比例较高，资产流动性和整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 122.95 亿元，较年初增长 18.67%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 53.96%，非流动资产占 46.04%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比较年初有所上升。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 66.34 亿元，较年初增长 32.75%，主要系其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 21.23%）、应收账款（占 24.45%）、存货（占 34.65%）和其他流动资产（占 13.67%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 14.08 亿元，较年初增长 39.70%，主要系信用证及银行承兑保证金增加所致。货币资金主要由银行存款（占 31.62%）和其他货币资金（占 68.37%）构成。货币资金中有 9.63 亿元受限资金，受限比例为 68.37%，受限比例高，主要用于承兑汇票、信用证、保函、票据池、代客保证金、利率掉期保证金和出口退税托管账户质押。

截至 2019 年末，公司应收账款账面价值 16.22 亿元，较年初增长 22.82%，主要系销售收入增加所致。应收账款期末账面余额为 18.09 亿元，累计计提坏账准备 1.86 亿元（占 10.31%），账龄以 1 年以内（含 1 年）（占 81.55%）为主；应收账款前五大欠款方合计余额为 3.17 亿元，占比为 17.55%，

集中度一般。公司应收账款规模较大，对营运资金存在占用。

截至 2019 年末，公司存货 22.99 亿元，较年初增长 11.48%，主要系在产品和库存商品增加所致。存货主要由原材料（占 18.55%）、在产品（占 50.22%）、库存商品（占 19.56%）和周转材料（占 11.60%）构成，累计计提跌价准备 485.88 万元。由于公司原材料市场价格波动较大，存货存在一定的减值风险。

截至 2019 年末，公司其他流动资产 9.07 亿元，较年初增长 11.36 倍，主要系新会计政策重分类所致。公司其他流动资产以未终止确认的商业承兑汇票（占 89.85%）为主。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 56.61 亿元，较年初增长 5.55%，公司非流动资产主要由固定资产（占 79.31%）、在建工程（占 5.82%）和无形资产（占 8.81%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 44.90 亿元，较年初增长 6.91%，主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 39.77%）和机器设备（占 59.48%）构成，计提减值准备 386.54 万元，累计计提折旧 15.37 亿元，固定资产成新率 74.86%，成新率尚可。

截至 2019 年末，公司在建工程 3.29 亿元，较年初下降 19.05%，主要系项目完工后转入固定资产所致。

截至 2019 年末，公司无形资产 4.99 亿元，较年初下降 0.63%。公司无形资产主要由土地使用权（占 96.48%）构成，累计摊销 1.59 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司受限资产 46.13 亿元，占总资产的比重为 37.52%，受限比例较高。

表 10　截至 2019 年末公司所有权或使用权受限资产情况（单位：亿元、%）

项 目	期末账面价值	占总资产的比例	受限原因
货币资金	9.63	7.83	用于承兑汇票、信用证、保函、票据池、代客保证金、利率掉期保证金、出口退税托管账户质押
应收票据	0.27	0.22	用于票据池质押
其他流动资产	8.15	6.63	未终止确认的票据
应收账款	0.46	0.38	应收账款融资
存货	6.03	4.90	用于银行贷款抵押
固定资产	18.85	15.33	用于银行贷款抵押融资租赁的固定资产
无形资产	2.70	2.19	用于银行贷款抵押
投资性房地产	0.05	0.04	用于银行贷款抵押
售电收费权	--	--	新园热电质押背压热电联产供热项目售电收费权，借款金额 86,600,000.00 元，所担保的主债权起止日期为 2018 年 3 月 26 日至 2024 年 4 月 30 日
合　计	**46.13**	**37.52**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 124.49 亿元，较上年末增长 1.25%。其中，流动资产占 54.43%，非流动资产占 45.57%，资产结构较上年末变化不大。

3. 负债及所有者权益

截至 2019 年末，公司负债规模较年初大幅增长，整体债务负担较重，且以短期债务为主，债务结构有待优化；公司所有者权益规模变动不大，所有者权益稳定性较强。

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额 67.98 亿元，较年初增长 35.07%，主要系流动负债增加所致。其

中，流动负债占 83.64%，非流动负债占 16.36%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 56.87 亿元，较年初增长 42.10%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 61.03%）、应付票据（占 6.93%）、应付账款（占 7.80%）、一年内到期的非流动负债（占 5.70%）和其他流动负债（占 10.48%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 34.71 亿元，较年初增长 38.81%，主要系公司经营规模扩大，流动资金需求增加所致；短期借款由质押借款（占 10.51%）、抵押借款（占 15.68%）、保证借款（占 66.61%）和信用借款（占 7.20%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据 3.94 亿元，较年初增长 92.36%，主要系银行承兑汇票大幅增加所致。应付票据由商业承兑汇票（占 14.92%）和银行承兑汇票（占 85.08%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款 4.44 亿元，较年初增长 27.07%，主要系应付设备款增加所致。其中账龄超过 1 年的重要应付账款为 952.21 万元（占 2.15%）。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 3.24 亿元，较年初下降 42.98%，主要系公司偿还部分一年内到期的长期借款所致。

截至 2019 年末，公司其他流动负债 5.96 亿元，全部为 2019 年新增，全部为转让应收票据继续涉入的负债。

截至 2019 年末，公司非流动负债 11.12 亿元，较年初增长 7.81%，主要系长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 10.24%）、应付债券（占 53.89%）和长期应付款（占 28.78%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 1.14 亿元，较年初增长 3.42%；长期借款全部为抵押借款。从期限分布看，2021 年到期的占 27.63%，2022 年到期的占 18.23%，2023 年到期的占 15.42%，2024 年及以后到期的占 38.73%，集中偿付压力不大。

截至 2019 年末，公司应付债券 5.99 亿元，较年初增长 0.13%。

截至 2019 年末，公司长期应付款 3.20 亿元，较年初增长 24.26%，全部为应付融资租赁款，其中，1~2 年到期的有 1.92 亿元（占 59.86%），2~3 年到期的有 1.28 亿元（占 40.14%），公司长期应付集中偿付压力不大。

截至 2019 年末，公司全部债务 52.22 亿元，较年初增长 23.17%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 80.22%，长期债务占 19.78%，债务结构仍以短期债务为主。短期债务 41.89 亿元，较年初增长 27.96%，主要系短期借款增加所致。长期债务 10.33 亿元，较年初增长 6.94%，主要系应付融资租赁款增加所致。截至 2019 年末，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 55.29%、48.72%和 15.82%，较年初分别上升 6.72 个百分点、4.41 个百分点和 0.47 个百分点。公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 68.87 亿元，较上年末增长 1.30%。其中，流动负债占 83.69%，非流动负债占 16.31%。公司仍以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 54.36 亿元，较年初增长 4.10%。其中，短期债务 43.89 亿元（占 80.73%），较年初增长 4.77%；长期债务 10.47 亿元（占 19.27%），较年初增长 1.38%。截至 2020 年 3 月末，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 55.32%、49.43%和 15.84%，较年初分别上升 0.03 个百分点、0.71 个百分点和 0.02 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）54.97 亿元，较年初增长 3.17%。其

中，归属于母公司所有者权益占比为 96.73%，少数股东权益占比为 3.27%。归属于母公司所有者权益 53.17 亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 61.46%、21.54%、2.73%和 14.28%。公司所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）55.62 亿元，较年初增长 1.19%。所有者权益构成较年初变化不大，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入和净利润较上年有所增长，盈利能力基本保持平稳，但费用控制能力仍有待加强。

2019 年，公司实现营业收入 40.27 亿元，较上年增长 13.93%，主要系风电主轴和铸件收入增加所致；公司营业成本 29.84 亿元，较上年增长 9.93%。2019 年，公司实现净利润 2.52 亿元，较上年增长 4.73%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 6.44 亿元，较上年增长 36.42%，主要系研发费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 16.66%、26.44%、17.39%和 39.51%。其中，销售费用为 1.07 亿元，较上年增长 28.64%，主要系产品运费增加所致；管理费用为 1.70 亿元，较上年增长 28.45%，主要系职工薪酬、折旧与无形资产摊销和其他费用增加所致；研发费用为 1.12 亿元，较上年增长 119.69%，主要系公司加大研发力度所致；财务费用为 2.55 亿元，较上年增长 24.05%，主要系承兑汇票贴息增加所致。2019 年，公司费用收入比为 16.00%，较上年上升 2.64 个百分点。公司费用控制能力有待加强。

非经常性损益方面，2019 年，公司信用减值损失为 0.28 亿元，主要为应收账款坏账损失，相当于营业利润的 8.93%，对营业利润有一定影响。2019 年，公司实现投资收益、其他收益、营业外收入和营业外支出分别为 0.01 亿元、0.09 亿元、0.05 亿元和 0.10 亿元，对利润影响很小。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 24.54%，较上年上升 2.74 个百分点。2019 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 4.51%、4.58%和 4.65%，较上年分别下降 0.15 个百分点、下降 0.25 个百分点和上升 0.17 个百分点。公司盈利能力总体保持平稳。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 11.63 亿元，较上年同期增长 46.39%，主要系 2020 年一季度公司订单增加、销售发货增加所致；实现营业利润 0.82 亿元，较上年同期增长 136.74%；实现净利润 0.66 亿元，较上年同期增长 137.72%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金继续呈净流入状态，收入实现质量大幅提高；公司投资活动现金转为净流出状态，筹资活动现金转为净流入状态。

从经营活动来看，2019 年，随着公司营业收入增长规模扩大，公司经营活动现金流入量为 43.71 亿元，较上年增长 38.04%；经营活动现金流出量为 40.26 亿元，较上年增长 37.52%。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 3.45 亿元，较上年增长 44.42%。2019 年，公司现金收入比为 106.56%，较上年上升 20.30 个百分点，收入实现质量大幅提高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 1.56 亿元，较上年下降 81.63%，主要系公司提取定期存款及利息减少所致；投资活动现金流出量为 7.27 亿元，较上年下降 13.98%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出量为 5.71 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 42.13 亿元，较上年增长 11.03%，主要系取得借款收到现金增加所致；筹资活动现金流出量为 39.86 亿元，较上年下降 4.78%。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入量为 2.27 亿元，较上年净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.46 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.05 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 0.43 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司经营规模较大、客户质量好以及国有资本战略投资入股等因素，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率由年初的 1.25 倍下降至 1.17 倍，速动比率由年初的 0.73 倍上升至 0.76 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.36 倍上升至 0.38 倍，现金类资产对短期债务的保障程度略有提高。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 8.20 亿元，较上年增长 10.59%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 32.56%）、计入财务费用的利息支出（占 25.05%）和利润总额（占 38.26%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.69 倍上升至 3.99 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.17 倍下降至 0.16 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 3 月末，公司累计获得银行及各类金融机构人民币授信总额为 31.04 亿元，尚未使用额度 1.89 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（组织机构代码：167575471），截至 2020 年 5 月 18 日，公司未结清信贷中无不良类和关注类信息记录；已结清信贷中，有 4 笔关注类银行承兑汇票垫款信息、2 笔关注类短期借款信息、1 笔关注类贴现信息。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼事项。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部作为经营主体，经营性业务规模较大。截至 2019 年末，公司本部资产以非流动资产为主；负债主要为短期借款、应付票据和其他应付款等，债务负担较重；公司本部权益结构稳定性较高。2019 年公司本部营业收入规模大，经营活动现金流呈净流入状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额 101.94 亿元，较年初增长 12.20%。其中，流动资产 46.88 亿元（占 45.99%），非流动资产 55.06 亿元（占 54.01%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 24.47%）、应收账款（占 27.58%）、其他应收款（占 12.60%）、存货（占 23.47%）和其他流动资产（占 7.67%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 31.08%）和固定资产（占 61.38%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 11.47 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 50.16 亿元，较年初增长 25.53%。其中，流动负债 42.17 亿元（占 84.06%），非流动负债 8.00 亿元（占 15.94%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 32.45%）、应付票据（占 24.76%）和其他应付款（占 26.90%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 74.91%）和长期应付款（占 20.42%）构成。公司本部 2019 年资产负债率为 49.21%，较 2018 年上升 5.23 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 51.78 亿元，较年初增长 1.72%。其中，股本为 32.68

亿元（占 63.11%）、资本公积合计 11.81 亿元（占 22.82%）、未分配利润合计 5.84 亿元（占 11.28%）、盈余公积合计 1.45 亿元（占 2.81%）。公司本部权益结构稳定性较强。

2019 年，公司本部营业收入为 29.44 亿元，营业成本为 23.06 亿元，财务费用为 1.47 亿元，投资收益为 0.17 亿元，信用减值损失为 0.25 亿元，实现利润总额 1.68 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 65.17 亿元和 56.03 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 9.14 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-3.79 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-5.64 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据和应收款项融资中的应收票据）为 16.05 亿元，为“18 通裕 02”和“18 通裕 03”待偿本金合计（5.00 亿元）的 3.21 倍，公司现金类资产对待偿债券本金的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 54.97 亿元，为“18 通裕 02”和“18 通裕 03”待偿本金合计（5.00 亿元）的 10.99 倍，公司现金类资产和净资产对待偿债券本金按期偿付的保障作用高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 8.20 亿元，为“18 通裕 02”和“18 通裕 03”待偿本金合计（5.00 亿元）的 1.64 倍，公司 EBITDA 对待偿债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 43.71 亿元，为“18 通裕 02”和“18 通裕 03”待偿本金合计（5.00 亿元）的 8.74 倍，公司经营活动产生的现金流入量对待偿债券本金的覆盖程度高。

综上分析，公司对“18 通裕 02”和“18 通裕 03”的偿还能力很强。

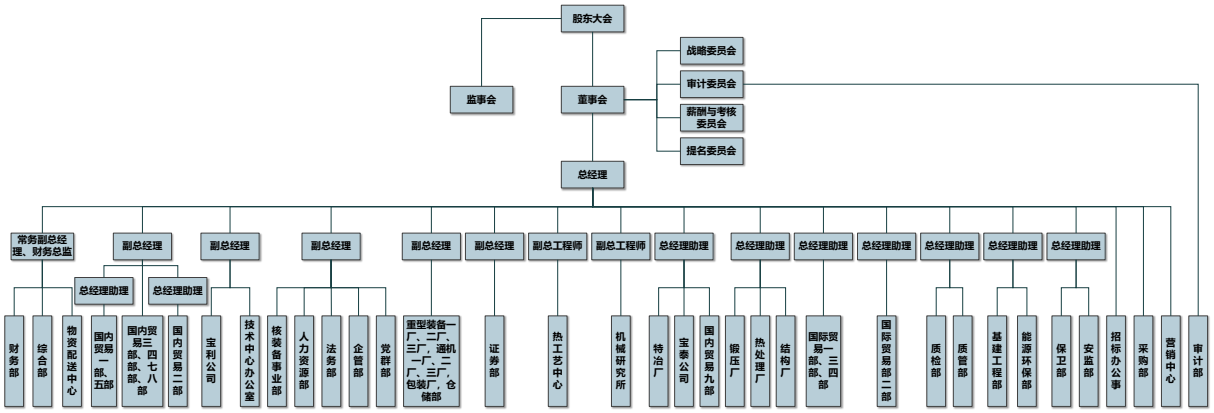
八、综合评价

跟踪期内，公司整体经营情况良好，受益于风电“抢装潮”，公司订单有所增加，主要产品产能均有所扩大，产销量均有所提高，产能利用率和产销率整体维持在较高水平。收入规模和资产规模保持稳步增长，综合毛利率水平略有提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到风电行业受政策影响大、原材料价格波动较大、整体资产质量一般以及费用控制能力有待加强等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司引入国有资本作为战略投资者，有助于提升其整体抗风险能力。未来，随着公司在建项目产能释放以及销售网络的不断拓展，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 通裕 02”和“18 通裕 03”的债项信用等级为 AA。

附件 1　通裕重工股份有限公司
组织结构图



附件 2　通裕重工股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	100.88	103.66	122.95	124.49
所有者权益（亿元）	54.11	53.28	54.97	55.62
短期债务（亿元）	32.43	32.73	41.89	43.89
长期债务（亿元）	7.41	9.66	10.33	10.47
全部债务（亿元）	39.83	42.39	52.22	54.36
营业收入（亿元）	31.71	35.35	40.27	11.63
净利润（亿元）	2.26	2.41	2.52	0.66
EBITDA（亿元）	6.77	7.42	8.20	--
经营性净现金流（亿元）	0.87	2.39	3.45	0.46
应收账款周转次数（次）	2.46	2.47	2.45	--
存货周转次数（次）	1.53	1.39	1.37	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.35	0.36	0.09
现金收入比率（%）	90.34	86.26	106.56	63.97
总资本收益率（%）	4.38	4.66	4.51	--
总资产报酬率（%）	4.71	4.83	4.58	--
净资产收益率（%）	4.21	4.48	4.65	1.18
营业利润率（%）	22.12	21.80	24.54	19.61
费用收入比（%）	13.11	13.36	16.00	12.13
资产负债率（%）	46.36	48.58	55.29	55.32
全部债务资本化比率（%）	42.40	44.31	48.72	49.43
长期债务资本化比率（%）	12.04	15.35	15.82	15.84
EBITDA 利息倍数（倍）	4.05	3.69	3.99	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.17	0.16	--
流动比率（倍）	1.30	1.25	1.17	1.18
速动比率（倍）	0.83	0.73	0.76	0.78
现金短期债务比（倍）	0.54	0.36	0.38	0.38
经营现金流动负债比率（%）	2.25	5.96	6.06	0.79
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.35	1.48	1.64	--

注：1．本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2．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；3．公司长期应付款中有息部分已纳入长期债务及相关指标核算；4．公司 2020 年 1—3 月财务报告未经审计，相关指标未年化；5．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	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/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）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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+长期应付款

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+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。