跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1672 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 2017 年面向合格投资者公开发行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 2017 年面向合格投资者公开发行的“17 天顺债”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

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

天顺风能（苏州）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	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 天顺债	2.55 亿元	3 年（2+1）	AAA	AAA	2019/6/19

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：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	100.63	127.67	130.66	133.24
所有者权益（亿元）	49.62	53.41	59.48	60.87
长期债务（亿元）	10.24	26.25	22.11	21.63
全部债务（亿元）	36.67	64.27	57.33	51.18
营业总收入（亿元）	32.38	38.34	60.58	8.64
净利润（亿元）	4.77	4.81	7.64	1.39
EBITDA（亿元）	8.00	9.02	14.12	--
经营性净现金流（亿元）	-1.30	6.20	8.49	-4.74
营业利润率（%）	27.47	26.54	26.27	26.55
净资产收益率（%）	9.92	9.34	13.54	4.56
资产负债率（%）	50.69	58.16	54.48	54.32
全部债务资本化比率（%）	42.49	54.61	49.08	47.33
流动比率（倍）	1.31	1.25	1.19	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.14	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.41	5.29	5.63	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.00	2.25	5.54	--

担保方

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益合计（亿元）	65.59	111.96	117.87
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均净资产收益率（%）	10.94	12.24	9.86

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 2020 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

2019 年，受益于下游需求旺盛，天顺风能（苏州）股份有限公司（以下简称“公司”或“天顺风能”）风塔销售收入和新增订单量均大幅增长，整体经营情况良好；公司多个风电场项目并网运营，风力售电收入增长明显。此外，公司整体债务负担有所减轻，整体盈利能力有所提升，经营活动现金流情况保持净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到应收账款及存货对营运资金存在一定占用、资产受限比例较高、短期偿债压力较大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进一步增长，资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“17 天顺债”的信用水平仍具有显著的提升作用。

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

优势

1．**行业地位突出，外部发展环境良好。**公司作为全球领先的风塔生产企业，行业地位突出；风电平价上网进程明确，弃风限电进一步改善，行业“抢装潮”效应持续，公司外部发展前景良好。

2．**风塔业务板块运营良好。**2019 年，公司风塔产品销售量同比增长 33.29%，风塔产能利用率处于较高水平，销售收入大幅增长。

3．**多个风电场项目并网发电，售电收入增长明显。**随着菏泽鄄城、菏泽李村二期、南

阳风电场项目基本实现并网运营，公司风力发电收入大幅增长，整体运营情况良好。

关注

1．**公司整体资产质量一般。**截至 2019 年末，公司应收账款和存货规模较大，占流动资产比重分别为 40.59%和 15.44%，对营运资金形成一定占用；公司资产受限比例为 30.97%，整体资产质量一般。

2．**公司债务结构有待改善，短期偿债压力较大。**截至 2019 年末，公司短期债务占比 61.44%，债务结构有待改善；现金类资产受限比例高，短期偿债压力较大。

分析师

杨　野　登记编号（R0040219090001）
罗　峤　登记编号（R0040217120001）

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：杨野

联合信用评级有限公司

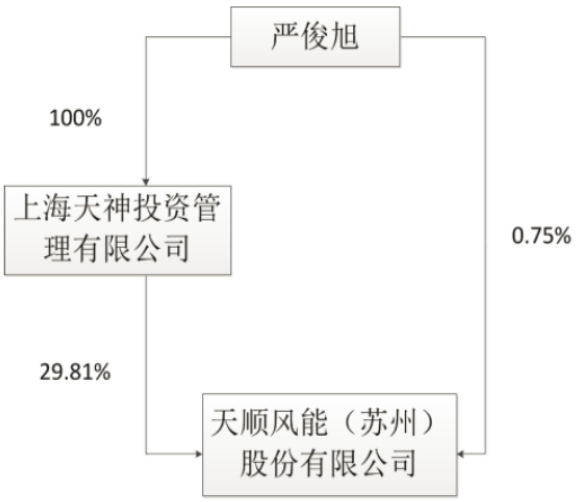
一、主体概况

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。

截至 2020 年 3 月末，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。

截至 2020 年 3 月末，上海天神累计质押公司股份 28,690.97 万股，占其所持有公司股份的 54.10%，占公司股份总数的 16.13%。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权关系图



资料来源：公司年报

2019 年，公司经营范围、组织结构均未发生变化。截至 2019 年末，公司纳入合并范围内子公司 38 家，拥有在职员工 1,524 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 130.66 亿元，负债合计 71.18 亿元，所有者权益 59.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益 58.10 亿元。2019 年，公司实现营业收入 59.67 亿元，净利润 7.64 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 7.47 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.49 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.89 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 133.24 亿元，负债合计 72.37 亿元，所有者权益 60.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.43 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 8.51 亿元，净利润 1.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.40 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。

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 2019 年末，“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 2019 年 8 月 14 日支付了“17 天顺债”自 2018 年 8 月 14 日至 2019 年 8 月 13 日期间的利息。

2019 年 8 月 14 日，“17 天顺债”有 14,501.80 万元债券回售，截至 2019 年末，“17 天顺债”余额为 25,498.20 万元。

三、行业分析

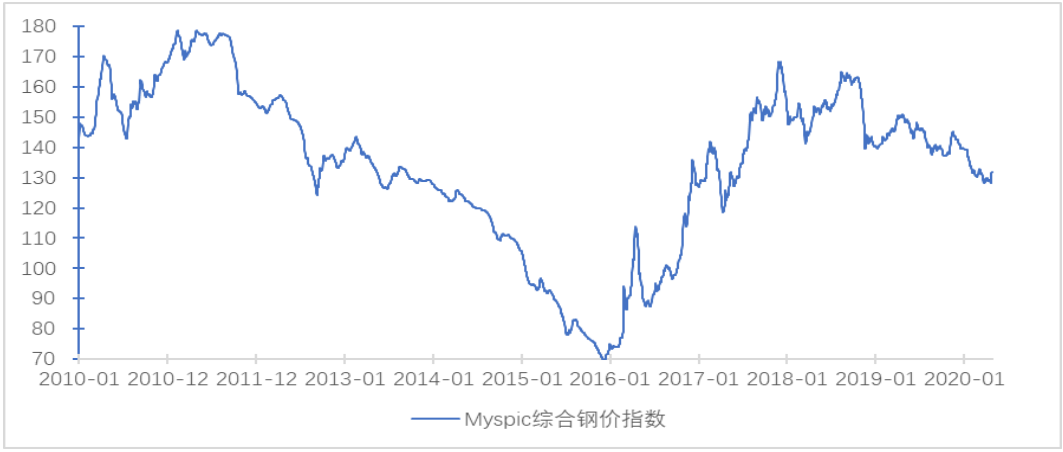
1. 行业概况

2019年，我国风电行业发展平稳，上游原材料价格的下降有利于风塔制造企业生产成本控制；风电平价上网进程的明确促使下游企业短期内装机需求上涨，弃风限电情况的进一步改善，有助于风电装机总量的进一步提高。

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较大影响。2019 年，钢材价格整体呈波动下降的趋势，对风塔制造企业有一定利好作用。

图 2　近年来钢材综合价格指数



数据来源：Wind

从下游风电装机容量情况看，行业装机容量快速增长。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。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，2019 年 5 月 21 日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，明确新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定。2018 年末之前核准的陆上风电项目，2020 年末前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年末前核准的陆上风电项目，2021 年末前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

2019 年 5 月 10 日，国家发改委与国家能源局发布《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》，进一步明确了可再生能源消纳保障的实施机制。根据国家能源局数据，2019 年全国风电平均利用小时数 2,082 小时，平均弃风率 4%，同比下降 3 个百分点，弃风限电状况进一步得到缓解。《2020 年度风电投资检测预警结果》显示，新疆、甘肃两地由红色区域转为橙色区域，标志着全国各省市区的红色预警全面解除。

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。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）新冠肺炎疫情影响

受新冠肺炎疫情全球蔓延影响，当前正值全球风电产业链受到考验之际，在国内逐步复产复工的同时，海外疫情的蔓延，对风塔制造企业形成一定挑战。

（4）补贴政策退出的风险

风电行业补贴政策的退坡，促使企业提前释放风电装配产能；补贴政策完全退出后，行业的长期需求或将受到影响。

3. 行业发展

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。

国内市场方面，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。

四、管理分析

2019年，公司部分管理人员发生变动，相关人员变动对公司经营未产生重大不利影响；公司管理制度连续，经营运作正常。

2019年，公司进行了董、监事会换届以及新一届董事会的高管聘任工作。公司原董事、财务总监刘凯先生因任期满离任；原副总经理、董事会秘书吴淑红女士因任期满离任；原监事高雪昭先生因任期满离任；原独立董事杨校生、张振安、惠彦先生因任期满而离任。此外，2019年，原董事陈伟明先生因个人原因离任；原董事会秘书、副总经理吕波因个人原因解聘。

任免郭磊先生为公司董事；任免何焱先生、李宝山先生、周昌生先生为公司独立董事；任免刘明生先生为公司职工监事；任免陈伟明先生为公司副总经理；任免严俊旭先生为公司代财务负责人、代董事会秘书。

公司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。

表1　2019年公司管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
刘凯	董事、财务总监	任期满离任	2019 年 05 月 22 日	任期满
吴淑红	副总经理、董事会秘书	任期满离任	2019 年 05 月 22 日	任期满
杨校生	独立董事	任期满离任	2019 年 05 月 22 日	任期满
张振安	独立董事	任期满离任	2019 年 05 月 22 日	任期满
惠彦	独立董事	任期满离任	2019 年 05 月 22 日	任期满
高雪昭	监事	任期满离任	2019 年 05 月 22 日	任期满
陈伟明	董事	离任	2019 年 09 月 21 日	个人原因
吕波	副总经理、董事会秘书	解聘	2019 年 12 月 27 日	个人原因
郭磊	董事	任免	2019 年 10 月 10 日	任免
何焱	独立董事	任免	2019 年 5 月 22 日	任免
李宝山	独立董事	任免	2019 年 5 月 22 日	任免
周昌生	独立董事	任免	2019 年 5 月 22 日	任免
刘明生	职工监事	任免	2019 年 4 月 28 日	任免
陈伟明	副总经理	任免	2019 年 5 月 22 日	任免
严俊旭	代财务负责人	任免	2019 年 5 月 22 日	任免
严俊旭	代董事会秘书	任免	2020 年 3 月 27 日	任免

资料来源：公司提供

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司主营业务突出、经营稳健，受风电设备需求增加及风电场并网的影响，公司营业收入和净利润增长幅度均较大。

公司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，2019年，公司主营业务范围无变化。2019年，公司主营业务收入占营业收入比重为99.07%，公司主营业务十分突出。2019年，公司实现营业收入59.67亿元，同比增长61.18%，风电设备及风电运营收入均大幅增长；公司实现净利润7.64亿元，同比增长58.93%，增速略小于收入增速。

表 2　2017－2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	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
风塔及相关产品	290,302.16	91.59	24.07	330,724.32	89.34	21.60	529,417.42	88.73	20.91
风力发电	23,870.67	7.53	61.63	35,970.35	9.72	64.14	61,729.67	10.35	68.34
其他	2,789.08	0.88	375.57	3,495.79	0.94	149.45	5,537.86	0.92	77.70
合计	**316,961.90**	**100.00**	**27.38**	**370,190.46**	**100.00**	**26.05**	**596,684.94**	**100.00**	**26.34**

资料来源：公司年报

从收入构成看，2019 年，受风电设备制造板块产能提升、风电设备市场需求旺盛以及产品价格上涨的影响，公司风塔及相关产品板块收入规模同比增长 60.08%至 52.94 亿元，占营业收入的比重为 88.73%，仍为公司最主要收入来源。风力发电板块系公司投资运营的风电场并网发电业务，2019 年，公司并网风电场规模上升，公司风力发电收入同比增长 71.61%至 6.17 亿元，占营业收入的比重提升至 10.35%。其他业务板块对收入贡献较小。

从毛利率水平看，2019 年，公司风塔及相关产品毛利率小幅下降 0.69 个百分点至 20.91%，主要由于原材料中的法兰价格涨幅较大所致；由于后并网风电场的收益率相对更高，且 2019 年弃风率下降，叠加公司运营能力的提升，2019 年公司的风力发电业务毛利率为 68.34%，同比提高 4.2 个百分点。受以上因素综合影响，2019 年，公司综合毛利率小幅上升 0.29 个百分点至 26.34%。

2020年1－3月，公司实现营业收入8.64亿元，较上年同期小幅增长2.68%；实现净利润1.39亿元，较上年同期增长55.96%，主要系公司减持深圳科创新源新材料股份有限公司的部分股票，取得0.46亿元的投资收益所致。

2. 风塔生产销售业务

（1）生产情况

2019年，受太仓、珠海、包头三地的生产中心技改扩建影响，公司风塔产能和产量大幅提升，产能利用率仍处于较高水平。

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。2019年，受太仓、珠海、包头三地的生产中心技改扩建影响，公司风塔设计产能提升至520,000.00吨，产量同比增加33.63%至505,503.00吨。2019年风塔产能利用率为97.21%，较上年变化不大，仍处于较高水平。

表 3　2017－2019 年公司风塔产能和产量情况（单位：吨/年、吨、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
设计产能	390,000.00	385,000.00	520,000.00
生产量	401,468.00	378,284.00	505,503.00
销售量	381,438.00	380,078.00	506,589.00
产能利用率	102.94	98.26	97.21

资料来源：公司提供

（2）采购情况

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。2019年，受下游需求增加的影响，公司采购金额大幅增长，采购集中度有所下降，但仍较高。

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，2019年，公司钢板采购量558,171.96吨，同比增长52.77%，主要系下游需求量增加，公司增加采购量所致。采购均价方面，受钢材价格下降的影响，2019年，公司钢板平均采购价格为4,540.35元/吨，同比下降7.53%。受以上因素综合影响，2019年，公司采购金额同比增长41.26%至253,429.46万元。

表 4　2017－2019 年公司主要原材料钢板采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
钢板	采购量	372,467.79	365,368.21	558,171.96
	采购均价	4,060.24	4,910.16	4,540.35
	采购金额	151,230.87	179,401.58	253,429.46

资料来源：公司提供

2019年，公司的采购结算方式无变化。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，2019年，公司前五大供应商采购金额为213,174.55万元，占公司总采购金额比例为43.49%，集中度较2018年有所下降。

表 5　2017－2019 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
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
	合计	**206,957.19**	**46.42**
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
	合计	**252,417.86**	**56.57**

2019 年	供应商一	66,595.00	13.59
	供应商二	66,100.48	13.48
	供应商三	42,921.38	8.76
	供应商四	21,293.76	4.34
	供应商五	16,263.93	3.32
	合计	**213,174.55**	**43.49**

资料来源：公司年报

（3）产品销售

2019年，公司风塔产品销量大幅增长，产销率较高；由于市场拓展力度加大，公司新签订单量有所增长，公司下游客户集中度较高。

2019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；2019年，该协议正常履行。公司销售模式、销售渠道以及结算方式均未发生重大变化。

2019 年，公司风塔销售量为 506,589.00 吨，较 2018 年增长 33.29%；新签订单量约 64.00 万吨，同比增长 16.36%。销售价格方面，公司风塔销售均价为 8,977.10 元/吨，同比增长 11.60%，主要系行业需求旺盛所致。产销率方面，2019 年公司风塔产销率为 100.21%，仍处于较高水平。

表 6　2017－2019 年公司风塔销售情况（单位：吨、%、元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
生产量	401,468.00	378,284.00	505,503.00
销售量	381,438.00	380,078.00	506,589.00
产销率	95.01	100.47	100.21
销售均价	7,099.60	8,043.74	8,977.10

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2019年，随着公司加大国内市场开拓力度，公司国内销售收入占比由60.24%提高至64.99%。其中，叶片销售和发电业务均为国内业务收入，受二者毛利率提高影响，国内业务的毛利率提高至29.29%。

表 7　2017－2019 年公司营业收入区域分布（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
国内	170,167.00	26.27	53.69	222,994.18	26.28	60.24	387,810.88	29.29	64.99
国外	146,794.90	27.66	46.31	147,192.28	24.91	39.76	208,874.06	20.87	35.01
合计	**316,961.90**	**27.38**	**100.00**	**370,186.46**	**26.05**	**100.00**	**596,684.94**	**26.34**	**100.00**

资料来源：公司提供

从客户集中度情况来看，2019年，公司前五大客户的销售收入总额为26.05亿元，占总销售收入比重为43.66%，集中度较高。

表 8　2017－2019 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
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	**161,585.68**	**50.98**
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	4.30
	合计	**185,796.37**	**50.18**
2019 年	客户一	112,702.28	18.89
	客户二	65,479.84	10.97
	客户三	29,022.80	4.86
	客户四	28,024.41	4.70
	客户五	25,305.28	4.24
	合计	**260,534.61**	**43.66**

资料来源：公司提供

3. 风电场运营业务

2019 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，风电运营收入大幅增长。

2019 年，公司风力发电业务实现营业收入 6.18 亿元，同比增长 71.61%。截至 2019 年末，公司自有风电场并网容量 680MW。

表 9　2019 年公司自有风电场情况（单位：MW、元/MW*h、万千瓦时）

风电场	项目容量（MW）	上网电价（元/（MW*h））	购电方结算电价（元/MW*h）	可再生能源补贴（元/MW*h）	2019 年售电量（万千瓦时）
山东菏泽鄄城项目	150.00	539.80	349.40	190.40	13,698.51
山东菏泽李村项目二期	50.00	530.90	349.40	181.50	8,491.56
河南南阳桐柏项目	100.00	539.80	334.40	205.40	20,535.24
山东菏泽李村项目一期	80.00	539.80	349.40	190.40	19,213.36
新疆哈密项目	300.00	474.50	182.50	292.00	62,804.72

资料来源：公司提供

2019 年，菏泽鄄城风电场的上网电价为 539.80 元/MW*h，其中购电方结算电价为 349.40 元/MW*h，可再生能源补贴为 190.40 元/MW*h。2019 年，菏泽鄄城 150MW 风电场售电 13,698.51 万千瓦时。

2019 年，菏泽李村二期风电场的上网电价为 530.90 元/MW*h，其中购电方结算电价为 349.40 元/MW*h，可再生能源补贴为 181.50 元/MW*h。2019 年，菏泽李村二期 50MW 风电场售电 8,491.56 万千瓦时。

2019 年，南阳桐柏歇马岭风电场的上网电价为 539.80 元/MW*h，其中购电方结算电价为 334.40 元/MW*h，可再生能源补贴为 205.40 元/MW*h。2019 年，南阳桐柏歇马岭风电场 100MW

风电场售电 20,535.24 万千瓦时。

2019 年，菏泽李村一期风电场的上网电价为 539.80 元/MW*h，其中购电方结算电价为 349.40 元/MW*h，可再生能源补贴为 190.40 元/MW*h。2019 年，菏泽李村一期风电场 80MW 风电场售电 19,213.36 万千瓦时。

2019 年，新疆哈密风电场的上网电价为 474.50 元/MW*h，其中购电方结算电价为 182.50 元/MW*h，可再生能源补贴为 292.00 元/MW*h。2019 年，新疆哈密风电场 300MW 风电场售电 62,804.72 万千瓦时。

2019 年公司风电运营业务的结算方式无变化，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。

4. 在建项目

未来随着在建项目的完成，公司风电装机容量将进一步增长，发电业务对公司营业收入和利润的贡献将进一步提升。公司在建项目尚需投资规模较大，存在一定资金支出压力。

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目 4 个，在建项目计划总投资 14.92 亿元，截至 2020 年 3 月末，已完成投资 3.81 亿元，尚需投资 11.11 亿元，公司未来存在一定资金支出压力。

表 10 截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（单位：MW、万元）

项目名称	预计装机容量	计划投资	已完成投资
山东滨州沾化风电场项目	59.40WM	49,794.00	934.00
安徽宣城风电场项目	50.00MW	39,669.00	14,842.00
山东菏泽东明风电场项目	50.00MW	42,352.00	9,177.00
山东菏泽李村三期风电场项目	20.00MW	17,423.00	4,742.00
合计	**179.40MW**	**149,238.00**	**38,102.00**

资料来源：公司提供

5. 经营关注

（1）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的销售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，不利于公司生产成本控制。同时，公司上下游集中度较高。

（3）新冠肺炎疫情如持续扩散，对国外企业复工复产影响较大，可能对公司的出口业务产生一定不利影响。

（4）公司在建风电场项目尚需投资规模较大，存在一定资金支出压力。

6. 未来发展

公司发展战略目标明确，有一定可行性。

2021－2025年，公司将进入快速发展阶段，在此期间，公司坚持全球化、轻资产、技术化、平台化四大战略方针。通过在海外设立风电设备生产中心，加强公司产能的全球化布局，提高公司在风电设备领域的全球市场地位；探索资产运营管理服务等轻资产商业模式，结合金融市场的发展，探索已有风电场资产证券化途径，实现轻资产运营；在巩固主业竞争优势的同时，探索新兴领域业务布局机会，同时加大研发投入，提高技术研发人员占比，提高产品附加价值；打造信

息化管理平台，实现关键流程体系对关键业务的100%覆盖，以信息化、数字化的赋能方式提高生产效率和管理效率。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经容诚会计师事务所（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，2019 年，公司新设立子公司 8 家；2020 年 1－3 月，公司新设 1 家公司，转让 1 家公司；截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司 38 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2019年末，公司合并资产总额130.66亿元，负债合计71.18亿元，所有者权益59.48亿元，其中归属于母公司所有者权益58.10亿元。2019年，公司实现营业收入59.67亿元，实现营业总收入60.58亿元，净利润7.64亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润7.47亿元；经营活动产生的现金流量净额8.49亿元，现金及现金等价物净增加额-4.89亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额133.24亿元，负债合计72.37亿元，所有者权益60.87亿元，其中归属于母公司所有者权益59.43亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入8.51亿元，实现总收入8.64亿元，净利润1.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.33亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.74亿元，现金及现金等价物净增加额-3.40亿元。

2. 资产质量

截至2019年末，公司资产规模小幅增长，资产结构相对均衡。应收账款和存货规模较大，对公司营运资金形成一定占用。公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 130.66 亿元，较年初增长 2.35%，变化不大。其中，流动资产占 44.52%，非流动资产占 55.48%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产 58.17 亿元，较年初下降 3.25%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 21.71%）、应收账款（占 40.59%）、预付款项（占 6.72%）、存货（占 15.44%）、一年内到期的非流动资产（占 5.05%）以及其他流动资产（占 7.68%）构成。

截至2019年末，公司货币资金12.63亿元，较年初下降30.86%，主要系公司偿还债务所致；货币资金中有4.89亿元受限资金，受限比例为38.70%，主要为存单质押借款、银票保证金、保函保证金，受限比例较高。

截至2019年末，公司应收账款23.61亿元，较年初增长33.31%，主要系公司销售规模增长所致。应收账款账龄以1年以内为主，占比为82.06%，累计计提坏账1.86亿元，计提比例为7.29%；应收账款前五大欠款方合计金额为10.28亿元，占比为40.36%，集中度较高。考虑到主要客户为国内知名公司或国家电力公司，整体商业信用较好，应收账款回款风险较小。

截至2019年末，公司预付款项3.91亿元，较年初下降8.35%，主要系2019年度采购的钢板及法兰部分到库，部分预付采购款确认为存货所致。

截至2019年末，公司存货账面价值8.98亿元，较年初下降4.60%，变化不大；存货主要由原材料（占比40.98%）、在产品（占比44.88%）、库存商品（占比14.14%）构成，累计计提跌价准备0.31亿元。

截至2019年末，公司一年内到期的非流动资产2.94亿元，较年初下降37.76%，主要系一年内将要收回的融资租赁本金减少所致。

截至2019年末，公司其他流动资产4.47亿元，较年初下降6.45%，主要系待抵扣增值税进项税额减少所致。

截至 2019 年末，公司非流动资产 72.49 亿元，较年初增长 7.33%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.87%）、固定资产（占 72.84%）和其他非流动资产（占 6.20%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 4.26 亿元，较年初增长 9.37%，主要系公司对江苏亿洲再生资源科技有限公司追加投资 0.45 亿元所致。

截至 2019 年末，公司固定资产 52.80 亿元，较年初增长 39.49%，主要系在建工程结转固定资产所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 15.70%）和机器设备（占 82.78%）为主构成，累计计提折旧 8.62 亿元；固定资产成新率 85.70%，成新率较高。

截至 2019 年末，公司在建工程 2.23 亿元，较年初下降 83.64%，主要系鄄城县 150MW 项目、李村镇 50MW 项目、桐柏歇马岭 100MW 项目、梅李镇风电叶片项目已基本完工并转固投入使用所致。

截至 2019 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 40.47 亿元，占当期资产总额的 30.97%，公司资产受限比例较高。

表 11　截至 2019 年末末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
货币资金	48,861.91	银票保证金、保函保证金、存单质押借款
应收款项融资	7,068.95	银行承兑汇票质押给银行开具银行承兑汇票
固定资产	200,245.01	融资租赁所得资产、抵押借款
无形资产	12,691.19	抵押借款
长期股权投资	85,730.08	质押借款
应收账款	50,108.85	质押借款
合计	**404,705.99**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 133.24 亿元，较年初增长 1.97%，较年初变化不大。其中，流动资产占 45.27%，非流动资产占 54.73%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模小幅下降，以流动负债为主；债务规模有所下降，债务负担有所减轻，但债务结构仍有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额 71.18 亿元，较年初下降 4.14%。其中，流动负债占 68.73%，非流动负债占 31.27%。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 48.92 亿元，较年初增长 1.93%，较年初变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 35.57%）、应付票据及应付账款（占 40.07%）、预收款项（占 9.49%）以及一年内到期的非流动负债（占 12.48%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 17.40 亿元，较年初下降 11.25%；其中，信用借款占比为 71.00%，保证借款占比 17.23%，质押借款占比 5.75%，抵押贷款占比 5.75%。

截至 2019 年末，公司应付票据 11.71 亿元，较年初下降 29.81%，主要系应付的银行承兑汇票减少所致。

截至 2019 年末，公司应付账款 7.89 亿元，较年初增长 22.84%，主要系应付货款增长所致；从账龄上看，公司无账龄超过 1 年的重要应付账款。

截至 2019 年末，公司预收款项 4.64 亿元，较年初增长 173.29%，主要系公司销售规模增长，相应预收款项增长所致。

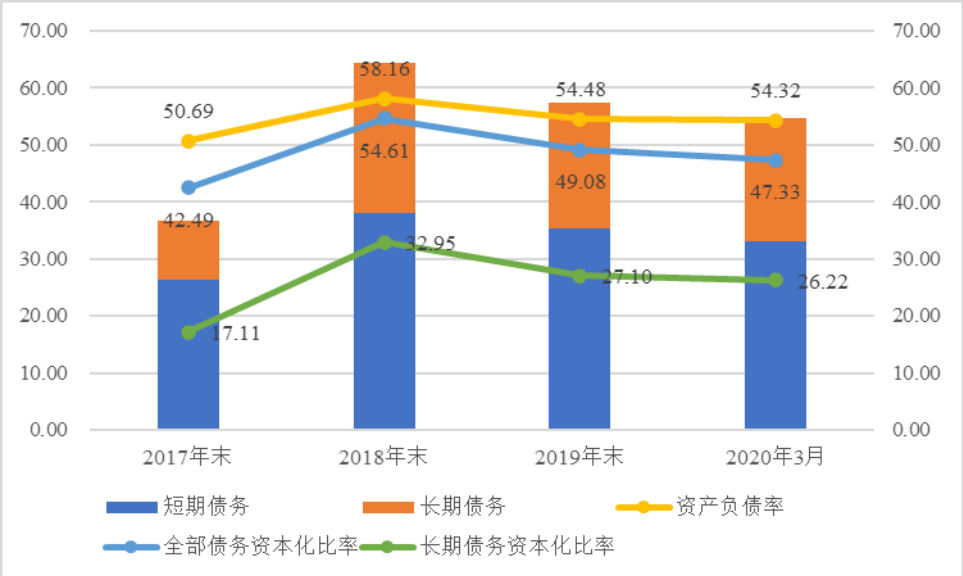
截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 6.10 亿元，较年初增长 253.66%，主要系一年内到期的长期借款增加 1.57 亿元以及一年内到期的应付债券增加 2.6 亿元所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 22.26 亿元，较年初下降 15.23%，主要系长期应付款减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 81.63%）以及长期应付款（占 17.69%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 18.17 亿元，较年初增长 46.85%，主要系业务规模扩大，融资需求增长所致；长期借款主要由质押借款（占 39.34%）、抵押借款（占 31.57%）和保证借款（占 30.21%）构成；从期限分布看，2 年以内到期的共 2.19 亿元，占 12.07%，3 年以上到期的占 87.93%，集中偿付压力较小。

截至 2019 年末，公司长期应付款（合计）3.94 亿元，较年初下降 26.48%，主要系设备融资租赁款下降所致。

图 3　近年来公司债务情况



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司全部债务 57.33 亿元，较年初下降 10.80%，长、短期债务均有所下降。其中，短期债务占 61.44%，长期债务占 38.56%，以短期债务为主；短期债务 35.22 亿元，较年初下降 7.37%，主要系应付票据及短期借款减少所致；长期债务 22.11 亿元，较年初下降 15.77%，主要系公司的应付债券减少以及设备融资租赁款下降所致。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 54.48%、49.08%和 27.10%，较年初分别下降 3.69 个百分点、5.53 个百分点和 5.85 个百分点。公司债务负担有所减轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 72.37 亿元，较年初增长 1.67%，较年初变化不大。其中，流动负债占 69.89%，非流动负债占 30.11%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 54.69 亿元，较年初下降 4.60%。其中，短期债务 33.06 亿元（占 60.45%），较年初下降 6.13%；长期债务 21.63 亿元（占 39.55%），较年初下降 2.17%，较年初变化不大。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 54.32%、47.33%和 26.22%，较年初分别下降 0.16 个百分点、1.75 个百分点和 0.88 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益稳定增长，以股本和资本公积为主，权益结构稳定性尚可。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 59.48 亿元，较年初增长 11.36%，主要系未分配利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.68%，少数股东权益占比为 2.32%。归属于母公司所有者权益 58.10 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 30.62%、29.35%、-0.38%和 39.70%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 54.06 亿元，规模及结构较年初变动不大。

4. 盈利能力

2019 年，受益于下游需求旺盛，公司收入及盈利规模增长明显，整体盈利能力有所提高。

2019 年，公司实现营业总收入 60.58 亿元，较上年增长 58.02%，营业收入 59.67 亿元，较上年增长 61.18%，其中风电设备及电力运营收入均有大幅的增长；营业成本 43.95 亿元，较上年增长 60.55%；实现净利润 7.64 亿元，较上年增长 58.93%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 6.49 亿元，较上年增长 27.44%，主要系公司业务规模增长，相应运输费增加所致；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 43.30%、23.50%、4.91%和 28.28%，以销售费用为主。其中，销售费用为 2.81 亿元，较上年增长 54.65%，主要系公司业务规模增长，相应运输费增加所致；管理费用为 1.53 亿元，较上年增长 15.69%，主要系业务规模扩大所致；研发费用为 0.32 亿元，较上年增长 83.79%，主要系公司加大研发投入所致；财务费用为 1.84 亿元，较上年增长 2.91%，变化不大。2019 年，公司费用收入比为 10.71%，较上年下降 2.57 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

2019 年，公司实现投资收益 0.68 亿元，较上年增长 40.27%，主要系子公司天利投资减持深圳科创新源新材料股份有限公司股份所致；投资收益占营业利润比重为 7.83%，对营业利润影响不大。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 26.27%，较上年变化不大；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.47%、8.57%和 13.54%，较上年分别上升 2.09 个百分点、2.45 个百分点和 4.21 个百分点。公司盈利能力有所提高。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 8.64 亿元，较上年同期增长 2.68%；实现净利润 1.39 亿元，较上年同期增长 55.96%，主要系公司减持深圳科创新源新材料股份有限公司的部分股票，取得 0.46 亿元的投资收益所致。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量尚可；资本支出规模依然较大，投资活动仍呈净流出状态；受偿还到期债务影响，公司筹资活动现金转为净流出。考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司仍存在一定外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 66.22 亿元，较上年增长 48.45%，主要系系公司业务规模增长所致；经营活动现金流出 57.73 亿元，较上年增长 50.32%，主要系业务规模

扩大，采购支出增加所致。受上述因素综合影响，2019 年公司经营活动现金净流入 8.49 亿元，较上年增长 36.88%，现金流情况有较大幅度的改善。2019 年，公司现金收入比为 105.64%，较上年下降 4.77 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 9.00 亿元，较上年增长 66.69%，主要系公司收回投资收到的现金大幅增加所致；投资活动现金流出 18.16 亿元，较上年增长 23.56%，主要系投资支付的现金增加所致。受上述因素综合影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 9.16 亿元，较上年下降 1.49%，较上年变化不大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 32.46 亿元，较上年增长 0.12%，变化不大；筹资活动现金流出 36.70 亿元，较上年增长 63.47%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素综合影响，2019 年，公司筹资活动现金由上年的净流入转为净流出 4.24 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.74 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.60 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 1.93 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标表现有所弱化，长期偿债能力指标表现有所改善。考虑到公司行业地位突出、过往债务履约情况良好，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，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.25 倍和 1.06 倍下降至 1.19 倍和下降至 1.01 倍，流动资产对流动负债的保障程度略有下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.49 倍下降至 0.39 倍；货币资金受限比例较高，现金类资产对短期债务的保障程度较低。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.12 亿元，较上年增长 56.61%；从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 18.19%）、计入财务费用的利息支出（占 16.22%）、利润总额（占 62.18%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.29 倍上升至 5.63 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度略有提高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍上升至 0.25 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度小幅提高。

截至 2019 年末，公司无重大诉讼或未决事项、对外担保事项。

截至 2019 年末，公司获得银行授信额度合计 74.47 亿元，其中，未使用 17.25 亿元，公司间接融资渠道有待拓展；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 2020 年 2 月底，公司已结清信贷及未结清贷款中，无不良类或关注类贷款。

7. 公司本部财务概况

截至2019年末，公司本部资产主要为往来款和长期股权投资，货币资金较少；债务水平较低，权益结构稳定性较强。2019年，公司本部收入规模大幅增长，但盈利能力较弱，经营活动现金流呈净流出状态。

截至2019年末，公司本部资产总额63.58亿元，较年初下降10.21%，主要系其他应收款减少所致。其中，流动资产39.15亿元（占比61.57%），非流动资产24.43亿元（占比38.43%）；从构成看，流动资产主要由其他应收款（占93.46%）构成；其他应收款主要系对其子公司的往来款；非流动资产主要由长期股权投资（占96.90%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为0.46亿元，同比减少61.92%，主要系银票保证金余额大幅下降所致。

截至2019年末，公司本部负债总额24.47亿元，较年初下降19.89%，公司本部负债均为流动负债；从构成看，流动负债主要由短期借款（占44.14%）、应付票据及应付账款（占7.53%）、其他应付款（占30.50%）和一年内到期的非流动负债（占17.59%）构成。截至2019年末，公司本部资产负债率为38.48%，较2018年下降4.65个百分点，债务水平有所下降。

截至2019年末，公司本部所有者权益为39.11亿元，较年初下降2.87%。其中，股本为17.79亿元（占45.49%）、资本公积16.77亿元（占42.87%）、未分配利润4.14亿元（占10.58%）、盈余公积合计1.22亿元（占3.13%），稳定性较强。

2019年，公司本部营业收入为14.19亿元，同比增长94.45%，系对集团内关联方材料销售收入增长，净利润为0.21亿元，扭亏为盈。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为-2.81亿元；投资活动现金流量净额为10.09亿元；筹资活动现金流量净额为-4.67亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 13.61 亿元，为“17 天顺债”待偿余额（2.55 亿元）的 5.34 倍，公司现金类资产对“17 天顺债”待偿余额的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 59.48 亿元，为“17 天顺债”待偿余额（2.55 亿元）的 23.33 倍，公司净资产对“17 天顺债”待偿余额按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.12 亿元，为“17 天顺债”待偿余额（2.55 亿元）的 5.54 倍，公司 EBITDA 对“17 天顺债”待偿余额的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 66.22 亿元，为“17 天顺债”待偿余额（2.55 亿元）的 25.97 倍，公司经营活动现金流入量对“17 天顺债”待偿余额的覆盖程度高。

综上分析，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，业务规模较大。联合评级认为，公司对“17 天顺债”的偿还能力很强。

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

高新投前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系经深圳市人民政府批准，于 1994 年 12 月成立的国有控股公司，2011 年 12 月更名为现名，主要经营担保及投资业务。2015 年，高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者，实现从纯国有企业到混合所有制企业的转变。自成立以来，高新投历经数次增资扩股，2018 年末股本增至 88.52 亿元；深圳市人民政府通过深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司等 4 家企业间接持有公司 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 2018 年底，高新投资产总额 205.27 亿元，其中货币资金 22.03 亿元，发放贷款及垫款净

额 139.46 亿元；负债总额 87.40 亿元，其中担保赔偿准备金和未到期担保责任准备金合计 4.27 亿元；所有者权益 117.87 亿元；担保责任余额 1107.39 亿元。2018 年，高新投实现营业总收入 20.85 亿元，其中担保业务收入 8.24 亿元；净利润 11.33 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）高新投公司治理与内部控制

高新投依据《公司法》及有关法律法规，建立了由股东会、董事会、监事会及经营管理层组成的现代股份制公司治理架构，并制定了相关工作制度和议事规则，各治理主体能够相互制衡、协调运作，高新投治理体系不断完善，法人治理水平逐渐提高。

股东会是高新投的最高权力机构。自成立以来，高新投按照公司章程及相关议事规则召集和召开股东会，保证全体股东的知情权、参与权和表决权。近年来，高新投召开多次股东会，分别就董事会提交的集团及子公司增资、利润分配方案等事宜进行讨论，相关股东均出席会议并对方案进行表决通过。

高新投董事会由 11 人组成，其中独立董事 3 人。董事长是高新投的法定代表人，由深圳市国资委推荐提名，董事会选举产生。董事会下设战略与预算委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会四个专业委员会。近年来，高新投召开多次董事会会议，审议并通过集团及子公司增资、利润分配、设立融资及金融产品事业部等重大议案。

高新投监事会由 3 人组成，其中包含职工监事 1 名。高新投监事会对董事会和经营管理层进行监督，对股东会负责并向其报告工作。近年来，高新投监事会召开多次会议，涉及监事会工作报告、财务报告、利润分配、经营管理层履职情况等多项议案，较好地履行了监督职能。

高新投经营管理层由 8 人组成，包括总经理、副总经理、首席合规官和首席风险官等。经营管理层根据董事会授权负责高新投的日常经营管理工作；行使的职权包括主持经营管理工作、组织实施股东会决议和董事会决议、制定年度经营计划和投资方案、拟定基本管理制度和制定具体规章等。高新投下属子公司总经理均由高新投管理层兼任。近年来，高新投经营管理层能够按照《公司章程》及董事会授权开展日常经营管理，落实股东会和董事会的议定事项，履行董事会赋予的职责。

内控方面，高新投本部设有金融产品事业部、发展研究部、企业管理部、党群办公室、人力资源部、行政办公室、计划财务部、风险管理部、法律事务部、信息技术部、审计部、评审会（决策会）秘书处、政府专项资金管理部等职能部门。高新投通过其子公司深圳市高新投保证担保有限公司在全国重点及省会城市（除新疆和西藏）设立 6 家分公司和 25 个办事处；设立 8 家子公司分别负责融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金的经营管理工作。

高新投下属各子公司设立前中后台部门，子公司总经理由高新投本部副总经理级别人员兼任，逐步形成一套完整的集团管理架构。高新投设立评审委员会和决策委员会等业务审批机构，各子公司及事业部的所有项目均需根据要求上报评审会或决策会进行审批，会议由高新投本部的风险管理部统一安排召开；评审委员会和决策委员会成员由总经理、领导班子成员及业务部门中高层人员组成，总经理担任评审会和决策会的主任，其余委员由总经理办公会议聘任。

自成立以来，高新投各项制度不断完善，制定了《融资担保业务管理制度》《工程保函业务管理制度》《无期限保函业务的指引》《担保项目后期法律手续工作指引》等涉及担保业务各环节的业务管理制度。

总体看，高新投不断完善组织架构设置，各子公司业务评审及管理体系较为完善，内控管理体系逐步健全。

（3）高新投经营分析

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 8 家子公司分别开展直接融资担保、创业投资、保证担保、小额贷款、典当业务和受托管理股权投资基金业务；高新投本部金融产品事业部负责开展直接融资担保业务。

①担保业务

高新投担保业务品种主要为间接融资担保、直接融资担保和非融资担保；其中，间接融资担保主要为银行贷款担保，直接融资担保主要为保本基金担保和债券担保，非融资担保主要为工程保证担保。

受国内宏观经济下行、中小企业经营风险加剧等因素影响，高新投不断调整担保业务结构，控制间接融资担保规模，主要发展直接融资担保和非融资担保业务。近年来，高新投担保业务规模有所波动；2017 年受保本基金产品被停止审批的影响，高新投担保业务规模有所下降；2018 年，得益于担保的重庆市蚂蚁小微小额贷款有限公司（以下简称“蚂蚁小微”）所发行资产支持证券规模较大，高新投担保业务规模恢复增长。截至 2018 年末，高新投担保责任余额为 1107.39 亿元。

表 12　高新投担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期担保发生额	**982.39**	**489.09**	**704.71**
期末担保责任余额	**1167.05**	**974.22**	**1107.39**
其中：融资性担保	781.61	621.32	730.65
间接融资担保	54.52	55.80	54.80
直接融资担保	727.09	565.52	675.85
非融资性担保	385.44	352.90	376.74
再担保	31.27	33.15	43.20

资料来源：高新投提供，联合评级整理

间接融资担保业务

高新投间接融资担保业务主要为银行贷款担保，由子公司高新投融资担保有限公司（以下简称“高新投融资担保”）负责运营。高新投银行贷款担保业务分为流动资金贷款担保、固定资产投资贷款担保和综合授信额度担保。目前，高新投已与中国银行、平安银行等 27 家银行建立合作关系，获得授信额度超过 800.00 亿元。

近年来，受宏观经济下行等因素的影响，国内中小企业经营风险加大，偿债能力减弱，高新投在稳定发展担保业务的同时逐步调整业务结构，着力控制风险较大的银行贷款担保业务规模。高新投持续优化间接融资担保业务结构，大力培育并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业，并贯彻以下两个方面的措施：一是重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，在保企业中科技型企业的占比不断提升。二是对经营处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，同时积极开拓有成长性的新项目。

近年来，高新投间接融资担保规模整体保持稳定，占担保责任余额的比重呈下降趋势。截至 2018 年末，高新投间接融资担保责任余额 54.80 亿元，占担保责任余额的比重为 4.95%。

直接融资担保业务

高新投直接融资担保业务主要为金融产品担保，包括保本基金担保和债券担保，由高新投本部金融产品事业部负责。高新投担保的保本基金分为专户和公募基金，目前高新投主要的合作对象均为国内大型公募基金，担保期限均为2－3年。高新投承保的保本基金为附带追索权的保本基金，即在保本基金发生投资亏损时，基金公司先以自身盈利填补亏损，不足部分才由高新投进行差额弥补，高新投可在后续期间就代偿部分向基金公司进行追偿。高新投债券担保的业务对象主要为非公开、小公募的交易所公司债券，发行金额多集中在3－5亿元，期限多为3+2或2+1年，发行主体的信用评级集中在AA-和AA级别，反担保措施多为信用反担保。

2015年以来，国内资本市场出现剧烈动荡，并经历数次降息，对高新投担保业务特别是债券担保业务造成较大影响。为此，高新投调整担保业务结构，加大保本基金担保业务的发展力度；2017年2月，证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》，保本基金将被调整为避险策略基金，连带责任担保机制被取消；加之2018年随着资管新规的落地，高新投调整金融产品担保业务结构，业务重心逐步向债券担保业务转移。截至2018年末，高新投直接融资担保责任余额675.85亿元，占期末总担保责任余额的61.03%。其中，保本基金担保责任余额150.38亿元，较之前年度下降明显；债券担保责任余额525.47亿元，较之前年度大幅增长，这主要是蚂蚁小微资产支持证券担保业务规模较大所致。

根据2017年10月1日施行的《融资担保公司监督管理条例》第二条规定，债券增信业务纳入融资担保范围，从事债券增信业务需要获得融资担保牌照；而目前高新投本部未有担保牌照。高新投拟通过引入战略投资者的方式，在2019年12月31日前完成对下属子公司深圳市高新投融资担保有限公司（以下简称“融资担保子公司”）的增资工作，以提高融资担保公司的担保额度，从而将金融产品担保增信业务下沉到拥有融资担保牌照的融资担保子公司开展，高新投本部将不再开展融资担保业务。

非融资性担保业务

目前，高新投开展的非融资性担保业务主要为工程保证担保，还有少量诉讼保全担保，其中工程保证担保业务由全资子公司深圳市高新投保证担保有限公司（以下简称“高新投保证”）负责经营，其担保业务品种分为支付保函、履约保函、预付款保函、投标保函等，客户主要为具备二级资质以上的工程企业。

高新投保证担保业务起步较早，通过子公司高新投保证在全国主要城市设立分公司或办事处，在客户基础、渠道建设、品牌推广等方面形成了一定的积累。近年来，高新投大力发展工程保证担保业务，压缩保证担保责任余额，但整体保持在较稳定规模。截至2018年底，高新投非融资担保责任余额376.74亿元，占总担保责任余额的34.02%；其中工程保证担保责任余额363.51亿元，诉讼保全担保责任余额13.23元。

总体看，高新投担保业务品种较为丰富，业务结构根据宏观经济环境及市场变化而有所调整。

②创投业务

高新投自1996年开始开展创业投资业务，2011年6月成立子公司深圳市高新投创业投资有限公司（以下简称“高新投创投”）负责创业投资业务的运营。高新投创投主要通过直接股权投资并结合融资担保的方式开展中小科技企业的创投业务。近年来，高新投一方面不断完善项目决策流程、规章制度、合规审查、责任分配、投后管理等，另一方面，充分利用立项会讨论机制丰富员工视野，注重行业项目挖掘，依托项目开展行业研究。在项目选择方面，高新投优先选择具有较高科技含量且具有较大增值潜力的项目进行投资，保证投资资金的安全性、收益性和流动性。

高新投创投在业内率先提出并实施“投资与担保联动”机制，聚焦高精尖科技领域，致力于发掘小而美的中小企业，依托“股权+债券+增值服务”的优势为投资企业提供丰富、全面的投后综合服务。在目前的宏观经济形势下，高新投创投优先选择处于成长期的企业进行投资。截至 2018 年末，高新投累计投资项目近 150 个，其中 8 家企业在 A 股、H 股上市，4 家企业并购上市。

总体看，高新投对创投业务较为重视，集团内担保业务资源丰富有助于创投业务渠道拓展，投资项目上市后利润回报率较高，未来有望成为高新投重要的收入增长点。

③其他业务

除担保业务之外，高新投其他业务品种涵盖委托贷款、小额贷款、典当借款等，主要通过高新投本部以及下属子公司开展上述业务。2018 年，在经济下行、股市行情波动较大等因素的影响下，深圳市政府 2018 年 10 月出台政策，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，降低深圳 A 股上市公司的股权质押风险，改善上市公司的流动性；高新投作为深圳市政府构建风险共济机制的抓手，接收政府提供的共济资金 50.00 亿元发挥纾困效用。

在委托贷款业务方面，高新投主要通过自有资金开展业务，另有少量政府专项资金委托贷款。近年来，高新投自有资金委托贷款余额占全部委托贷款余额的比重达到 90%以上。自有资金委托贷款投放的客群主要为高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司、融资担保业务涉及的中小企业客户、保证担保业务的工程类企业客户等，反担保措施主要为股票质押、个人连带保证等。高新投委托贷款的期限主要集中在 1 年期以内。近年来，高新投委托贷款规模快速增长，2018 年末委托贷款净额 130.20 亿元，其中包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元。2018 年以来，受宏观经济下行等因素的影响，部分委托贷款客户的资金流出现问题，导致高新投委托贷款资产质量下行明显。截至 2018 年末，高新投委托贷款余额 131.15 亿元，委托贷款业务的不良贷款率较之前年度明显上升。

高新投小额贷款业务由子公司深圳市高新投小额贷款有限公司（以下简称“高新投小贷”）负责经营。高新投小贷是为解决深圳市中小微企业的小额、短期资金需求而设立的专业融资平台，以母公司为依托，利用母公司的客户资源开展小额信用贷款业务。截至 2018 年末，高新投小贷的小额贷款余额 7.82 亿元；不良贷款率 3.58%，较之前年度明显上升。

高新投典当业务由控股子公司深圳市华茂典当行有限公司（以下简称“华茂典当”）负责开展。2018 年，高新投典当金额 1.74 亿元，实现典当业务收入 1.28 亿元。

总体看，近年来高新投委托贷款业务规模明显增长，在宏观经济下行的背景下，相关资产质量下行明显，相关信用风险需关注。

（4）高新投风险管理分析

近年来，高新投已形成较为成熟的风险管理体系，按照业务板块形成了融资类业务、保证担保业务和创业投资业务的风险管理办法；其中融资类业务包括融资担保、委托贷款、小贷业务和典当业务。此外，基于对宏观经济发展前景的预判，高新投对业务拓展所涉及的行业进行调整，重点拓展盈利能力强、成长性好、技术含量较高的战略性新兴产业，对处于下行趋势的企业或项目进行主动淘汰，不断优化客户结构，提高准入门槛，以降低代偿风险。

①业务风险管理

项目受理及项目调查

高新投在进行项目初审时遵循项目经理 A、B 角原则，即项目调研须经项目经理 A、B 角共同完成；A 角作为第一负责人对客户进行资料收集并出具调研报告， B 角协助 A 角进行调研并承担代偿金额 20%的风险责任，对调研报告出具独立意见并提交至业务部门进行初审。其中，创业

投资业务较为特殊，实行项目小组制：项目 A 角为项目负责人，负责撰写《投资项目立项建议书》，由子公司高新投创投的总经理、副总经理决定是否立项；B 角、C 角为项目组成员，负责撰写《投资项目可行性研究报告》，作为投资项目决策的依据。

项目评审及审批

项目经过业务部门初审后须交由机构审核，不同的业务类型之间存有差异。创业投资业务方面，投资额在 3,000 万元以下的项目需提交高新投董事长做最后审批，投资额在 3,000 万元以上的项目需提交至高新投董事会讨论，并由第一大股东深圳投控做最后审批；在得到各层级审议批准后，为了降低投资风险，高新投设立了跟投机制，高新投员工参投金额占项目总金额的 20%以上时该项目方可通过。

对于创业投资以外的业务，所有项目均须经过相关评审会或决策会的会议评审；其中评审会主任由高新投领导班子成员兼任，其他评审委员由高新投总裁办公会任命，每次会议评审委员人数为 5 人，与会委员 2/3 以上同意视为通过；决策会主任由高新投总裁兼任，集团副总裁均为决策委员，每次会议的决策委员人数为 7 人，参会委员 2/3 以上同意视为通过，决策会主任对所有项目具有一票否决权。

项目后期监管、代偿及追偿处置

融资担保项目的保后管理主要是通过对担保对象以及影响担保对象按期还款的相关因素进行监控和分析，及时发现风险预警信号。项目经理 A 角定期对已担保项目进行检查，一般为 3 个月进行一次，风险管理部负责监督；集团风险管理部对所有项目进行稽核监控，每季度稽核项目的个数不低于 10%。高新投制定了担保项目代偿和追偿制度；当此类项目出现代偿风险时，相关的项目经理需参照高新投《融资担保业务管理规定》对项目进行风险认定，然后对客户进行代偿有效性审查，分析项目风险原因、可能的化解途径，并提交风险项目移交报告，经高新投集团总经理审批后移交至法律事务部。此外，子公司高新投融资担保制定了相应的风险补偿金制度，风险补偿金包括从收入中计提和税后利润转入两部分，实行专户管理，不参与营运资金的周转，以对冲风险代偿带来的损失。

保证担保类业务的保后管理由项目客户经理 A 角负责，子公司高新投保证的风险控制部门对所有在保项目进行日常监管，高新投风险管理部对在保项目进行稽核监控，每季度稽核项目个数不低于当季发出保函项目的 2%。当此类项目出现代偿风险时，高新投启动索赔应急机制，并按照如下流程报批：客户经理 A 角→区域总监→高新投保证主管风险副总经理→集团风险管理部负责人→保证公司总经理→集团法律事务部。如相关项目造成高新投代偿，高新投须在一个月内启动追索法律程序，向保函申请人提出赔偿诉求。

创业投资类的项目实施完毕后，由高新投创投统一管理。高新投创投指定专门的投资项目经理作为该投资项目的后期管理人；对于完成投资并经过一至两个完整会计年度营运的项目，以及延期一年以上未完成的项目，应当组织后评价工作；对分阶段实施、时间跨度较长的投资项目，可按阶段进行后评价。高新投创业投资项目的后评价工作可以由高新投自查，也可以由深圳投控检查。当此类项目出现信用风险时，项目后期管理人应参照《融资担保业务管理规定》中风险项目管理的相关内容对该项目进行风险认定，在认定后 5 个工作日内提交风险项目移交报告，报送高新投研究和决策。

整体看，高新投根据业务类型制定了不同的项目后期管理制度，提出了有针对性的风险化解的手段。

反担保管理

高新投将设定反担保措施作为风险控制的重要手段，目前已采取的反担保措施主要包括：房产抵押、动产抵押、保证金、存单质押、银行承兑汇票质押、股权质押、企业保证、个人保证、法人保证等。高新投根据被担保企业和项目的实际情况采取一种或几种保证措施，以达到风险缓释的效果。近年来，高新投的反担保措施对担保本金的覆盖率保持在 50%以上。

保证担保业务方面，由于其拥有“只有完成工程项目才能获取利益”的业务特点，且高新投仅针对履约进行担保，因此具有总体违约率较低的业务特征。高新投对于此类业务主要采取信用担保的反担保措施，如果工程项目明确由其他企业或个人合作，则要求增加合作企业或个人反担保。若客户为民营企业，当保函金额大于 3,000 万元时，客户须提供企业实际控制人的个人反担保。

直接融资担保业务方面，高新投目前主要经营的是保本基金担保及上市公司债券担保业务，在进行客户筛选时主要挑选优质基金管理公司及管理团队，对于保本基金担保业务进行实际控制人反担保；对于上市公司的债券担保业务，高新投坚持不以抵押物作为担保条件，而以企业发展预期为评判标准，纯信用担保项目金额和个数逐年上升。

间接融资担保业务方面，受宏观经济下行、中小企业违约风险上升的影响，高新投主要用房产抵押物作为反担保措施，且抵押的房产集中在深圳本市。

委托贷款业务方面，高新投此类业务的客户主要为上市公司及个人股东，客户实力较强。针对此类客户，高新投主要采取个人保证的反担保措施和股票质押的反担保措施，存在一定的信用风险。

总体看，高新投针对各业务类型的特点分别制定了不同的反担保措施，一定程度上能够缓释代偿风险；但债券担保业务的反担保措施以纯信用担保为主，委托贷款业务以个人保证类担保措施为主，相关信用风险需关注。

②担保业务组合风险分析

近年来，高新投的业务结构保持以担保业务为主、资产管理业务为辅的发展态势，担保业务规模不断扩大。截至 2018 年底，高新投间接融资担保、非融资性担保、直接融资担保业务的责任余额分别为 54.80 亿元、376.74 亿元和 675.85 亿元，非融资担保和直接融资担保是高新投主要的担保业务品种。

客户集中度

截至 2018 年末，高新投前十大担保客户共有 7 户来自于直接融资担保业务中的保本基金，其余来自债券担保业务；前十大担保客户担保责任余额为 148.67 亿元，与高新投净资产的比率为 126.13%；单一最大担保客户担保责任余额为 18.00 亿元，与净资产的比率为 15.27%，为深圳市天健（集团）股份有限公司于 2018 年 12 月公开发行的可续期公司债券；直接融资担保业务的前十大客户担保责任余额占该类业务担保责任余额的 22.00%，较之前年度大幅下降。

截至 2018 年末，高新投非融资性担保业务和间接融资担保业务的前十大客户担保责任余额分别为 57.74 亿元和 3.80 亿元，分别占该类业务担保责任余额的 15.33%和 6.93%，占比较低，有效分散了代偿风险。

截至 2018 年末，高新投委托贷款业务前十大客户贷款余额为 18.42 亿元，占委托贷款总额的 14.05%。此外，近年来，高新投对债券担保合作客户的关联方开展委托贷款业务，针对部分客户的风险敞口较大，容易出现信用风险集中爆发的情况，存在一定的客户集中风险。

整体来看，近年来高新投在主营业务的经营上，金融产品的担保增信业务发展较快，随着保

本基金的逐渐到期，高新投金融产品担保业务的客户集中风险明显下降。但值得注意的是，在宏观经济形势下行、中小企业经营压力上升的环境下，高新投的风险管理压力有所上升，反担保措施及集中风险控制措施需加强，相关风险需持续关注。

行业及区域集中度

从行业集中度来看，高新投的非融资性担保业务主要集中在工程担保领域，行业集中度高，这主要是由于高新投近年来积极研判宏观经济形势以及企业经营环境变化，暂停了供货类保函业务，以避免风险项目的大量爆发。高新投工程担保类的客户性质主要为具备特级资质、一级资质和二级资质的工程企业，其中以一级和二级占绝大多数。

近年来，受宏观经济持续下行的影响，高新投持续调整融资担保业务的客户行业结构（表 2），重点发展并扶持有核心竞争力的中小微科技型企业。目前高新投在保企业中科技型企业的占比持续提升，科技型企业新增担保额及项目个数的占比均达到 70%以上。同时，高新投对于风险暴露趋势明显的行业实施逐渐退出策略，相关行业项目数量及担保余额有所下降。截至 2018 年末，高新投融资担保业务责任余额为 730.65 亿元，客户行业结构有所调整，前五大行业合计占比 75.38%。总体看，高新投融资担保业务行业集中度仍较高。

表 13　融资担保前五大行业责任余额占比（单位：%）

2016 年末		2017 年末		2018 年末	
行业	**占比**	**行业**	**占比**	**行业**	**占比**
制造业(其他制造业)	19.12	信息技术业	19.40	信息技术业	20.35
信息技术业	14.88	制造业（其他制造业）	16.49	制造业(其他制造业)	16.20
制造业(电子)	12.29	制造业（电子）	15.20	制造业(电子)	16.10
制造业(机械、设备、仪表)	8.51	制造业（机械、设备、仪表）	11.27	制造业(机械、设备、仪表)	15.47
建筑业	6.55	批发和零售贸易	5.06	批发和零售贸易	7.26
合计	**61.35**	**合计**	**67.41**	**合计**	**75.38**

数据来源：高新投提供，联合评级整理

从区域集中度来看，高新投作为地方政策性担保机构，致力于服务深圳本地的中小微企业；同时，高新投在全国设有 6 家分公司，25 家办事处，实现了以广东、北京、上海、江浙为重点区域向全国辐射和覆盖的市场布局。目前高新投的间接融资担保业务主要集中在深圳市，直接融资担保业务主要集中在全国一线城市，非融资性担保业务分散在全国各地，委托贷款业务主要集中在华南和华东地区。整体看，高新投的业务区域集中风险不显著。

担保期限组合

高新投的担保项目合同期限分布较为平均。目前高新投间接融资担保业务的平均担保期限为 1 年，间接融资担保主要为中短期借款担保。

表 14　高新投担保项目合同期限分布（单位：%）

合同期限	2016 年末	2017 年末	2018 年末
1 年以内（含）	9.39	15.96	38.08
1 年至 2 年（含）	37.44	26.97	12.57
2 年以上	53.18	57.07	49.35
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：高新投提供，联合评级整理

担保代偿情况及代偿风险

2015 和 2016 年，受部分行业风险暴露等因素的影响，高新投担保代偿规模较大，担保代偿项目有所增加，代偿区域主要集中在深圳市，行业集中在制造业，但在 2017 年高新投代偿规模明显下降。2018 年以来，由于高新投担保客户主要为中小企业，在宏观经济下行的影响下出现经营困难，高新投代偿规模大幅上升。2016－2018 年，高新投当期代偿金额分别为 0.86 亿元、0.04 亿元和 0.55 亿元，当期担保代偿率分别为 0.26%、0.01%和 0.09%，代偿项目主要来自间接融资担保业务和保证担保业务。截至 2018 年末，高新投累计代偿金额为 3.27 亿元，累计担保代偿率为 0.13%。整体看，高新投的代偿风险不高。

为控制担保行业风险，深圳市组建了再担保体系，由深圳市再担保中心牵头，由再担保中心、融资性担保公司、银行等机构自主加入并认购部分运作保证金；该资金由财政部门管理并自负盈亏，以保证金比例对各成员进行担保风险补偿及分配。这有助于在一定程度上缓释高新投面临的代偿风险。目前高新投主要的追偿手段包括清收、重组、和解、法律诉讼等。近年来，高新投积极调整业务结构，主动退出落后产业，并暂停了违约风险较大的供货类保函业务，以控制代偿风险。截至 2018 年末，高新投累计回收代偿金额 1.70 亿元，累计代偿回收率为 52.73%。

整体看，2018 年以来受宏观经济增速放缓等因素的影响，高新投担保代偿规模明显回升，但整体代偿规模不高。此外，考虑到近年来高新投委托贷款业务发展较快，资产质量下行明显，高新投整体的风险管理压力有所上升，相关风险需持续关注。

（5）高新投财务分析

高新投提供了 2016－2018 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 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 2017－2018 年年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。目前高新投纳入合并范围的全资及控股子公司共 8 家。

表 15　高新投主要子公司情况（单位：亿元、%）

名称	注册资本	持股比例
深圳市华茂典当行有限公司	2.00	100.00
深圳市高新投创业投资有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投保证担保有限公司	30.00	100.00
深圳市高新投融资担保有限公司	12.00	100.00
深圳市高新投小额贷款有限公司	5.00	100.00
深圳市高新投人才股权投资基金管理有限公司	0.10	51.00
深圳市高新投正选股权投资基金管理有限公司	0.10	60.00
高新投（香港）有限公司	1 万港元	100.00

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

①资本结构

为满足业务快速发展对资本的需求，近年来高新投持续增资扩股。2015 年高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司、深圳市海能达投资有限公司三家新股东，上述新股东于 2015 年 7 月向高新投增资合计 26.52 亿元，其中计入股本 13.39 亿元，计入资本公积 13.13 亿元。2016 年 5 月，高新投将资本公积转增股本 13.13 亿元，股本增至 48.52 亿元。2017 年 11 月，高新投启动新一轮增资扩股，股东深圳市投资控股有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳远致投资有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）合计对高新投增资 40.00

亿元，其中 24.25 亿元计入注册资本，其余计入资本公积。2018 年 10 月，高新投以资本公积及 15.75 亿元转增注册资本，原股东维持股权比例不变。截至 2018 年末，高新投所有者权益合计 117.87 亿元，其中股本 88.52 亿元，资本公积 0.03 亿元，未分配利润 24.93 亿元。

2018 年以来，高新投负债规模快速上升，主要是由于接收政府提供的共济资金以发挥纾困效用。此外，在宏观经济下行的背景下，高新投股东通过短期借款的方式给予高新投资金方面的支持，增强其抵御风险的能力。截至 2018 年末，高新投负债总额为 87.40 亿元。其中，担保赔偿准备余额 3.72 亿元，责任准备金余额 0.54 亿元，两者合计占负债总额的 4.88%；短期借款 20.70 亿元，占负债总额的 23.68%，主要为股东提供的资金；长期借款 50.34 亿元，其中 50.00 亿元为深圳市政府提供的共济资金，借款期限采用 3+2 的方式。截至 2018 年末，高新投资产负债率为 42.58%，较 2017 年末大幅提升，但实际的债务负担仍较轻。

总体看，高新投资本实力不断增强，负债规模随着共济资金的到位大幅增长，但高新投实际的资产负债率仍较低，整体财务杠杆水平不高。

②资产质量

近年来，在共济资金、股东借款等负债规模的推动下，高新投资产规模快速增长；从资产结构来看，货币资金、委托贷款及投资资产在资产总额中的占比较高。截至 2018 年末，高新投资产总额 205.27 亿元。

表 16　高新投资产结构（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.38	13.15	30.14	22.37	22.03	10.73
发放贷款及垫款净额	57.13	72.33	90.73	67.36	139.46	67.94
其中：委托贷款净额	52.61	66.61	82.34	61.13	130.2	63.89
投资资产	5.12	6.49	7.86	5.83	37.02	18.03
其他类资产	6.35	8.04	5.97	4.43	6.76	3.29
其中：应收代偿款	2.43	3.07	2.15	1.60	2.26	1.1
合计	**78.99**	**100**	**134.70**	**100.00**	**205.27**	**100**

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

注：因四舍五入效应致使合计数据加总存在一定误差；2018 年末投资资产中包含了其他流动资产项下的理财产品投资

2018 年以来，高新投将部分共济资金已通过委托贷款的方式进行投放，剩余未来得及投放的资金暂时购买了短期理财产品，因此导致年末投资资产规模大幅上升。截至 2018 年末，高新投投资资产净额 37.02 亿元，占资产总额的 18.03%；其中，可供出售金融资产余额为 6.44 亿元，均为权益投资；理财产品投资规模 29.30 亿元，其余为少量投资性房地产和长期股权投资。

近年来，高新投发放贷款及垫款规模保持增长。截至 2018 年末，高新投发放贷款和垫款净额 139.46 亿元，占资产总额的 67.94%；其中，委托贷款净额 130.20 亿元，包括自有资金委托贷款 104.14 亿元、政府专项资金委托贷款 2.75 亿元和共济资金 23.30 亿元；其余主要为发放的小额贷款。截至 2018 年末，高新投针对发放贷款及垫款共计提 1.16 亿元减值准备，委托贷款的不良贷款率较高，小额贷款业务的不良贷款率为 3.58%，资产质量明显下行，相关信用风险需关注。

高新投其他类资产主要由应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产构成。截至 2018 年末，高新投其他类资产余额 6.76 亿元，占资产总额的 3.29%；其中，应收代偿款、存出再担保保证金以及固定资产净额分别为 2.26 亿元、1.82 亿元和 1.17 亿元。

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；自有资金委托贷款规

模较大，资产质量面临下行压力，相关信用风险需关注。

③盈利能力

近年来，高新投营业总收入呈稳定增长态势，2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，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。近年来，高新投担保业务收入整体呈增长态势。2018 年，高新投实现担保业务收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.52%；其中，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 48.60%和 37.22%。除担保业务外，高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2018 年高新投实现资金管理业务收入 8.25 亿元，占营业总收入的 39.56%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 56.84%，其余为小贷利息收入、典当业务收入和理财产品利息收入。近年来，高新投投资收益整体有所下降，2018 年实现投资收益 0.58 亿元，主要为收到的分红款以及转让股权取得的收益。

表 17　高新投收益指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	**11.01**	**15.05**	**20.85**
其中：担保业务收入	5.24	7.28	8.24
资金管理业务收入	3.68	5.32	8.25
咨询服务收入	1.49	2.04	3.51
营业总成本	**3.21**	**4.82**	**6.23**
其中：营业成本	2.63	3.29	4.49
税金及附加	0.23	0.14	0.19
管理费用	0.31	0.44	0.49
财务费用	-0.11	0.67	0.63
资产减值损失	0.14	0.27	0.43
加：投资收益	1.72	0.87	0.58
净利润	**7.09**	**8.35**	**11.33**
平均资产收益率	**8.8**	**7.81**	**6.67**
平均净资产收益率	**10.94**	**12.24**	**9.86**

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理
注：2017 年平均净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项

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。2018 年，高新投营业总成本 6.23 亿元；其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主；计提资产减值损失 0.43 亿元，计提力度较之前年度明显提升，主要是受贷款业务资产质量下行影响。

近年来，高新投净利润呈现稳定增长趋势。2018 年，高新投实现净利润 11.33 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 6.67%和 9.86%，盈利水平有所下降，但仍处于较好水平。

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，由于注册资本的持续增长，盈利指标有所下降。值得注意的是，在宏观经济下行的影响下，高新投委托贷款资产质量下行明显，加之代偿规模有所上升，或面临持续计提资产减值损失的压力，对盈利能力可能产生一定负面影响。

④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。联合评级在评估高新投可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了高新投的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

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为负且整体呈扩大趋势，主要是委托贷款和典当业务的净发放额持续上升所致；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；高新投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扩股收到的募集资金以及接收政府提供的共济资金。总体看，高新投现金流较宽松。

表 18　高新投现金流情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金流量净额	-6.16	-21.72	-66.19
投资活动产生的现金流量净额	0.57	-0.26	-1.16
筹资活动产生的现金净流量	-4.77	41.75	59.24
现金及现金等价物净增加额	-10.35	19.75	-8.10
期末现金及现金等价物余额	10.38	30.14	22.03

资料来源：高新投审计报告，联合评级整理

2018 年以来，高新投净资本规模有所下降，主要是委托贷款规模增幅较大所致。根据高新投财务报表估算，2018 年末高新投净资本为 67.62 亿元，净资本比率为 57.37%。2018 年，高新投担保业务快速增长，担保责任余额恢复增长，净资产担保倍数和净资本担保倍数有所上升，2018 年末以上两项指标分别为 9.40 倍和 16.38 倍。

表 19　高新投资本充足性指标（单位：亿元、倍、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
担保责任余额	1167.05	974.22	1107.39
净资产	65.59	111.96	117.87
净资本	39.95	72.78	67.62
净资产担保倍数	17.79	8.70	9.40
净资本担保倍数	29.21	13.27	16.38
净资本比率	60.90	65.55	57.37
净资本覆盖率	109.01	169.28	91.01

资料来源：高新投审计报告及其他资料，联合评级整理

联合评级根据高新投的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算高新投在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2018 年末，高新投净资本覆盖率为 91.01%，净资本覆盖率较上年末明显下降，未来随着通过引入战略投资者对融资担保子公司增资事项的完成，高新投资本实力将有所增强，净资本覆盖率水平或有所改善。

2. 担保效果评价

从债券的担保能力看，以高新投2018年末的财务数据测算，“17天顺债”待偿余额（2.55亿元）占高新投资产总额及所有者权益的比重分别为1.24%和2.16%，整体占比低，高新投资产和权益对“17天顺债”待偿余额的保护程很高。

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。“17天顺债”代偿余额占其资产比重低，其担保对于“17天顺债”的到期还本付息仍具有显著的提升作用。

九、综合评价

2019 年，受益于下游需求旺盛，公司风塔销售收入和新增订单量均大幅增长，整体经营情况良好；公司多个风电场项目并网运营，风力售电收入增长明显。此外，公司整体债务负担有所减轻，整体盈利能力有所提升，经营活动现金流情况保持净流入。同时，联合评级也关注到应收账款及存货对营运资金存在一定占用、资产受限比例较高、短期偿债压力较大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进一步增长，资本充足性较高，代偿能力较强，其担保对“17 天顺债”的信用水平仍具有显著的提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	100.63	127.67	130.66	133.24
所有者权益（亿元）	49.62	53.41	59.48	60.87
短期债务（亿元）	26.43	38.02	35.22	33.06
长期债务（亿元）	10.24	26.25	22.11	21.63
全部债务（亿元）	36.67	64.27	57.33	54.69
营业总收入（亿元）	32.38	38.34	60.58	8.64
净利润（亿元）	4.77	4.81	7.64	1.39
EBITDA（亿元）	8.00	9.02	14.12	--
经营性净现金流（亿元）	-1.30	6.20	8.49	-4.74
应收账款周转次数（次）	2.43	2.11	2.72	--
存货周转次数（次）	3.72	3.09	4.74	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.34	0.47	0.07
现金收入比率（%）	79.09	110.40	105.64	153.30
总资本收益率（%）	7.77	6.39	8.47	--
总资产报酬率（%）	7.15	6.12	8.57	--
净资产收益率（%）	9.92	9.34	13.54	4.56
营业利润率（%）	27.47	26.54	26.27	26.55
费用收入比（%）	13.36	13.28	10.71	18.79
资产负债率（%）	50.69	58.16	54.48	54.32
全部债务资本化比率（%）	42.49	54.61	49.08	47.33
长期债务资本化比率（%）	17.11	32.95	27.10	26.22
EBITDA 利息倍数（倍）	7.41	5.29	5.63	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.14	0.25	--
流动比率（倍）	1.31	1.25	1.19	1.19
速动比率（倍）	1.06	1.06	1.01	0.88
现金短期债务比（倍）	0.32	0.49	0.39	--
经营现金流动负债比率（%）	-3.81	12.92	17.34	-9.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.00	2.25	5.54	--

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2020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

附件 2　深圳市高新投集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	78.99	134.70	205.27
所有者权益（亿元）	65.59	111.96	117.87
担保责任余额（亿元）	1,167.05	974.22	1,107.39
净资产担保倍数（倍）	17.79	8.70	9.40
当期担保代偿率（%）	0.28	65.55	57.37
当期代偿回收率（%）	41.55	0.01	0.09
营业总收入（亿元）	11.01	15.05	20.85
净利润（亿元）	7.09	8.35	11.33
平均资产收益率（%）	8.80	7.81	6.67
平均净资产收益率（%）	10.94	9.40	9.86

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户担保责任余额/净资产余额
前十大客户集中度	前十大客户担保责任余额/净资产余额
担保代偿率	担保代偿额/解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。