

浙江运达风电股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：朱 洁 jzhu@ccxi.com.cn

朱洁

项目组成员：邓晓洁 xjdeng@ccxi.com.cn

邓晓洁

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

2020年4月13日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1085D 号

浙江运达风电股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙江运达风电股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本次公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月十三日



发行要素

发行主体	本次规模	存续期限	偿还方式	发行目的
浙江运达风电股份有限公司	不超过 5.77 亿元 (含)	自发行之日起 6 年	每年付息一次, 到期一次还本付息	3.242 亿元用于建设昔阳县阜落风电场二期 50MW 工程项目, 0.797 亿元用于智能型风电机组产品系列化开发项目, 1.731 亿元用于补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定浙江运达风电股份有限公司 (以下简称“运达股份”或“公司”) 主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 评定“浙江运达风电股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 AA。中诚信国际肯定了公司技术实力较强、行业地位提升、客户合作关系稳固、在手订单充足、融资渠道拓宽等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到行业周期波动、应收账款和存货占用资金规模较大、财务杠杆率处于很高水平等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

运达股份	2017	2018	2019
总资产 (亿元)	58.14	65.95	115.63
所有者权益合计 (亿元)	8.42	9.62	15.27
总负债 (亿元)	49.71	56.33	100.36
总债务 (亿元)	17.46	23.54	31.59
营业总收入 (亿元)	32.57	33.12	50.10
净利润 (亿元)	0.94	1.20	1.07
EBIT (亿元)	1.24	1.40	1.29
EBITDA (亿元)	1.88	2.06	1.99
经营活动净现金流 (亿元)	5.53	2.05	14.36
营业毛利率 (%)	19.44	19.06	17.15
总资产收益率 (%)	2.29	2.26	1.42
资产负债率 (%)	85.51	85.41	86.80
总资本化比率 (%)	67.45	70.99	67.42
总债务/EBITDA(X)	9.28	11.42	15.86
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.84	12.92	12.55

注: 中诚信国际根据 2017 年-2019 年审计报告整理。

正面

■ **技术实力较强、行业地位提升。** 公司主持和参与风电设备领域多项国家级研发项目, 研发实力和技术积淀较为深厚, 且产品运行稳定, 近年来行业地位持续提升, 2019 年市场份额跃升至第四位。

■ **客户合作关系稳固、在手订单充足。** 公司已与国内主要大型电力企业建立稳定合作关系, 截至 2019 年末在手订单装机容量 731.59 万千瓦时, 合同总价 258.11 亿元, 充足的订单储备有利于经营业绩保持。

■ **融资渠道拓宽。** 2019 年 4 月公司于深交所上市, 新增直接融

资渠道, 同时较充足的银行授信能增强其财务弹性。

■ **货币资金储备规模较大。** 2019 年来公司预收款项大幅增长, 年末货币资金上升至 35.47 亿元, 能对短期债务偿付形成良好覆盖。

关注

■ **风电政策变化, 风机行业景气度波动。** 随着风电竞价、平价上网政策出台, 近年风电上网价格下调、补贴减少, 存量项目开启“抢装”潮导致风机市场的需求波动及行业结构调整更为剧烈, 行业景气度波动将加大业内企业经营风险。

■ **应收账款和存货占用资金规模较大。** 公司南方区域的风电项目量较大, 相对更大的建设难度使得项目整体周期较长, 影响产品出货和销售回款节奏, 加之 2019 年来“抢装”潮下备货加大, 公司应收账款和存货规模较大, 并造成一定的资金占用。

■ **财务杠杆比率处于高位。** 公司自有资本实力相对不足, 业务增长使其负债规模保持扩张趋势, 近年资产负债率和总资本化比率在行业中处于高位, 资本结构有待优化。

评级展望

中诚信国际认为, 浙江运达风电股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。** 公司资本实力显著增强, 盈利大幅增长且具有可持续性, 或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。** 受行业影响, 产品价格超预期下行, 大幅侵蚀利润水平; 运营产品发生重大质量问题, 赔偿或运维负担大幅上升, 并导致订单持续大幅削减。

同行业比较

公司名称	在手订单(GW)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)
金风科技	18.51	813.64	67.46	51.62	287.31
明阳智能	7.06	223.32	78.11	64.65	69.02
运达股份	3.44	65.95	85.41	70.99	33.12

注: “金风科技”为“新疆金风科技股份有限公司”简称; “明阳智能”为“明阳智慧能源集团股份公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

公司于2001年11月30日成立，由浙江省机电设计研究院、浙江省机电集团有限公司（以下简称“机电集团”）以及部分技术骨干共同发起设立，2019年4月26日首次发行73,490,000.00股股票，并于深交所挂牌上市。公司目前主要从事大型风力发电机组的研发、生产和销售，风机产品系列包括1.5MW、2.XMW和3.XMW，并逐步从单一的风电机组研制与销售，转向提供风电机组与风电场勘测、风电场运维的一体化服务，同时将业务链延伸至风电场的投资运营。

产权结构：截至2019年末，公司股本总额为2.94亿元，其中45.92%股权为机电集团持有；中国节能环保集团有限公司（以下简称“中节能集团”）下属中节能科技投资有限公司（以下简称“中节能投资”）持有10.21%股权，中节能实业发展有限公司（以下简称“中节能实业”）持有2.55%股权。浙江省国资委直接持有机电集团90%股权，为公司实际控制人。

本次债券概况

公司本次公开发行可转换债券注册额度不超过5.77亿元（含），存续期为自发行之日起六年，拟将其中32,420.00万元用于昔阳县皋落风电场二期50MW工程项目、7,970.00万元用于智能型风电机组产品系列化开发项目、17,310.00万元用于补充流动资金。本次公开发行可转债的募集资金到位后，公司将按照前述项目的顺序和实际资金需求投入募集资金。

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

赎回条款：（1）到期赎回条款。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。（2）有条件赎回条

款。在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：A、在本次发行的可转债转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。B、当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。

回售条款：（1）有条件回售条款。在本次发行的可转债最后两个计息年度，如公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格修正之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若可转债持有人未在首次满足回售条件时公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。（2）附加回售条款。若公司本次发行的可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司

(当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容)。持有人在附加回售条件满足后,可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售;该次附加回售申报期内不实施回售的,不应再行使附加回售权。

宏观经济和政策环境

宏观经济: 在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下,2019年中国经济增速进一步回落,同比增长6.1%,在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多,但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击,加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看,房地产投资在建安投资支撑下保持韧性,稳增长发力基建投资有所回升,但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速;在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限,消费增长继续放缓;全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷,工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看,投资与消费对经济增长贡献率回落,“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看,第三产业增速回落较大,新动能相关产业增长放缓;生产端与消费端价格背离,内部需求不足PPI低位运行,猪价上涨带动CPI上行;此外,区域分化加剧,部分省、市经济增速回落明显。

宏观政策: 2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头,确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制,稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过,在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大,以促进生产恢

复。具体来看,积极财政政策或将加快节奏,尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快,以进一步发挥基建托底作用。此外,针对服务业受疫情冲击的具体情况,各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松,充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具,加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度,为恢复生产营造良好货币信用环境。



资料来源: 国家统计局

宏观风险: 在国内外多重风险挑战持续的情况下,新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险,成为2020年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下,中国经济下行压力将进一步加大,第三产业面临的冲击尤为突出,企业尤其是中小企业面临较大的生存压力,而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时,在信用风险仍处于高发态势的当下,疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外,央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在,部分省份隐性债务风险较为突出,疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看,当今世界面临百年未有之大变局,外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观展望: 受疫情影响,人员流动受限、春节假期延长,交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为,疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现,一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制,稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会

给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

行业及区域经济环境

受风电政策影响，2019 年以来我国风电行业再次进入“抢装”潮，在存量项目建设加快以及海上风电发展提速的双重影响下，风机产业进入景气周期；但此轮周期结束后，行业将遭遇平价上网及装机量退坡冲击，政策风险将加剧业内企业经营压力

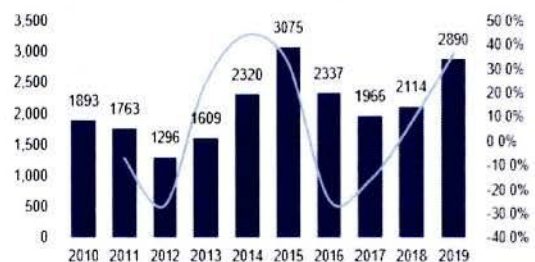
2019 年 5 月 21 日国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》（以下简称“《通知》”），明确陆上风电一至四类地区 2019 年新核准陆上风电指导价分别调整为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元（含税，下同），2020 年每千瓦时分别再降 0.05 元。同时，《通知》指出 2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。关于海上风电上网

电价，《通知》要求 2019 年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年调整为每千瓦时 0.75 元；将海上风电标杆上网电价改为指导价，新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价，不得高于上述指导价。2020 年 1 月 23 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布了《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》，明确新增 2021 年后海上风电项目不再纳入中央财政补贴范围，由地方按照实际情况予以支持。

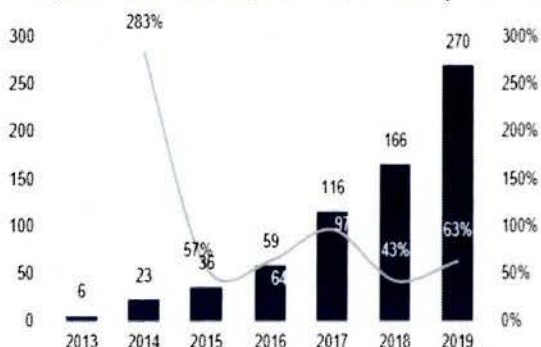
根据彭博统计，目前国内已核准尚未开工的项目 58GW，开发商已宣布开发计划的项目 59GW。2021 年陆上风电开启平价，倒逼存量项目建设提速，具体可分为两个阶段：1) 2019~2020 年是标杆电价项目抢装，2018 年底前核准的风电标杆电价项目需于 2020 年底前并网方可享受核准时的标杆电价；2) 2021 年是竞价项目抢装，竞价项目需于 2021 年底前并网方可享受核准电价。同时，目前我国在建海上风电项目 3.7GW，2021 年后由于海上风电补贴的取消，且各省暂未明确出台相关政策，海上风电建设将在 2020 年和 2021 年迎来抢装潮。

受存量项目“抢装”以及海上风电发展提速的双重影响，2019 年我国风电市场新增吊装容量达到历史第二高水平，当年新增吊装容量高达 28.9GW，相较于 2018 年增长 37%。其中，陆上风电新增 26.2GW，增速为 36%；海上风电新增 2.7GW，增速高达 57%。

图 2：国内风电新增装机容量及同比增速(万千瓦、%)



资料来源：2018 年及之前数据来自 CWEA, 2019 年数据来自 BNEF, 中诚信国际整理

图 3: 国内海上风电新增装机容量及同比增速(万千瓦、%)


资料来源:2018年及之前数据来自CWEA,2019年数据来自BNEF,中诚信国际整理

我国风电行业将从 2021 年正式进入平价时代,抢装结束后所有新并网的陆上风电项目均为平价项目,行业将由补贴政策导向彻底转向为资源与市场导向。我国北方地区风力资源条件和运输吊装便利性优势突出,2017 年年初因弃风限电严重,国家发改委将内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、甘肃、新疆(含兵团)等 6 省区列为风电开发红色预警区域,近年来随着弃风限电状况持续改善,2019 年全国弃风率 4%,同比下降 3 个百分点,当年弃风率超过 5%的地区分别是新疆、甘肃和内蒙古,弃风率分别为 14.0%、7.6%和 7.1%,目前“三北”地区仅新疆和甘肃尚未解除红色预警,其他地区已陆续解除预警。同时,国家电网有限公司提出到 2020 年根本解决新能源消纳问题,弃风弃光率控制在 5%以下。弃风限电的持续改善,北方地区的逐步解禁,将为风电装机打开空间,助力北方大基地平价项目加速推进。

2019 年以来国家新政大力支持分散式风电发展,分散式风电项目可不参与竞争性配置,并逐步纳入分布式发电市场化交易范围,享受仅次于平价上网项目的优先配置电网消纳次序。自 2019 年 1 月以来,天津、湖北、黑龙江、宁夏、内蒙古等地区先后出台分散式风电发展规划,根据 CWEA 统计数据(不完全统计),截至 2019 年 11 月 15 日,全国共有 16 个省(市)发布了分散式风电项目建设规划(绝大多数为 2020 年开工

建设,最远到 2025 年),合计规划容量超过 20,00 万千瓦。2020 年来黑龙江、宁夏、湖北等地先后核准了 68 个分散式风电项目,总容量共计 55.2 万千瓦;山东省能源局印发关于协调推进分布式新能源发电项目的通知,进一步优化分布式风电项目并网工作。分散式风电开发热度持续提升,将成为未来陆上风电发展的一个重要方向,但机制体制仍亟待创新。

北方大基地平价项目、分散式风电项目持续推进,为“抢装潮”后陆上风电市场提供了一定的需求保障,但预计装机量退坡规模仍较大,整机制造商在遭遇需求收缩冲击之前,能否持续保持风电机组技术进步、降低产品价格使其产品能满足平价市场需求,将成为整机厂商生存和发展的重要依凭。

中诚信国际认为,2019 年以来存量项目加速执行,风电行业进入景气周期,带动中游整机制造商和上游零部件企业出货情况大幅改善,此轮“抢装潮”期间主要厂商的订单量及产能释放饱和度将达到很高水平。但随着平价时代的到来,装机需求的波动将使风机行业面临较大的发展压力。

2019 年以来风电设备行业集中度进一步提升,未来随着行业竞争的加剧,分化程度扩大下行业龙头企业优势将更为突出

随着风电行业的多年发展,我国不仅已成为了全球规模最大的风电市场,还形成了一批具备国际竞争实力的风电设备制造企业,我国风电新增装机前十位整机制造商均为中国企业;同时受益于中国领先的市场规模,金风科技、远景能源、明阳智能、公司、上海电气等亦进入了全球前十位。2019 年国内整机厂商市场份额前五占比继续上升,龙头企业地位稳固。金风科技依然保持行业第一的位置,并与第二名拉开显著差距;明阳智能凭借海上风电和陆上大机型成功战略布局,市场份额同比提升 3.2 个百分点;运达股份

排名跃升两位，超过上海电气、联合动力跻身行业前四名，市占率同比提高 3.1 个百分点。行业前五家厂商的市场份额由 2016 年的 54.6% 提升至

2019 年的 75.1%，合计份额持续提高，集中度加强。

表 1：国内风机厂商年度吊装市场份额(%)

名称	2016		2017		2018		2019	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
金风科技	27.1	1	26.6	1	31.7	1	27.7	1
远景能源	8.6	2	15.4	2	19.8	2	18.8	2
明阳智能	8.4	3	12.5	3	12.4	3	15.6	3
运达股份	3.1	9	4.2	8	4.0	6	7.1	4
上海电气	7.4	6	5.7	6	5.4	5	5.9	5
中国海装	7.8	5	5.9	5	3.9	7	5.1	6
东方电气	5.2	8	4.1	9	1.8	9	4.9	7
联合动力	8.2	4	6.7	4	5.9	4	3.7	8
湘电风能	5.3	7	4.7	7	2.6	8	2.7	9
中车株洲	-	-	-	-	-	-	2.2	10
其他	16.7	-	12.2	-	10.0	-	8.7	-
前五家合计占比	54.6	-	64.4	-	73.3	-	75.1	-

资料来源：2018 年及之前数据来自 CWEA，2019 年数据来自 BNE，中诚信国际整理。

行业龙头企业在机组性能、技术创新等方面都具有明显的领先收益，平价时代的来临，使得风电运营商对于全生命周期成本的敏感性更强，倾向于整体解决方案的招标，龙头风电设备企业的技术、服务及管理优势将更加明显，将进一步挤压中小企业的市场空间，加之电价下行将陆续淘汰落后整机制造商，未来行业集中度可能进一步提高，行业分化程度或将进一步扩大。

中诚信国际认为，国内风电整机设备行业市场集中度的不断提升，符合全球成熟风电市场的发展趋势；同时，随着行业分化程度的进一步扩大，只有具备良好技术实力和稳定产品质量的企业，有望保持行业领先水平，获得更强的信用实力。

整机设备制造商拓展上下游产业链的需求日益增强，也对其资本实力提出更高要求

为保证平价上网条件下风力发电合理的收益水平，风机产品面临较大的价格下降压力。对于整机制造企业而言，关键零部件叶片在风电机组成本中占比在 20% 以上，且风机叶片大多为根据机组功率和所处环境等采用定制化生产，叶片的设计、制造、材料和技术等与整机制造联系较为

紧密，因此国内外风电整机制造商向该领域进行产业链延伸和资本运作相对较为频繁。风电整机制造企业战略合作等方式向上游核心零部件提供商的产业链延伸已成为行业趋势，对于双方而言既有利于增强业务的稳定性，又能够降低拓展成本、提升市场份额，单纯对于整机制造商而言亦有利于其加强对零部件质量和生产成本的把控，从而提高整机产品的竞争力。同时，由于风电整机制造业与下游风电场投资运营行业的景气度息息相关，行业需求取决于下游行业的投资规模，近年来整机制造企业出于对利润和现金流等方面的考虑不断向下游领域拓展，增强企业应对行业波动的能力。但风电场建设前期需较大规模的资本投入且投资回收周期较长，涉足发电业务对其自身资金实力提出了更高的要求。

业务运营

公司主营业务突出，风机产销为收入的主要来源，近年占比约为 96%，且保持稳定。同时，公司逐步加大发电业务投资建设，以及后市场服务、并网测试等其他业务的开展力度，但相关业务收入规模仍较小，业务结构依然单一，面临的潜在波动风险较大。

中诚信国际关注到，当前风电存量项目开启“抢装”潮导致风机市场需求波动及行业结构调整更为剧烈，行业景气度波动将加大公司等业内企业的经营风险。

表 2：公司营业总收入构成及占比情况（万元）

收入	2017	2018	2019
主营业务收入：	318,432.09	324,056.79	485,851.97
1.5MW	15,770.75	2,051.28	4,751.97
2.0MW	301,691.70	304,258.24	273,916.87
2.5MW	705.62	17,430.94	182,083.77
3.0MW	0.00	0.00	24,890.70
发电收入	264.01	316.33	208.66
其他业务	7,288.33	7,119.97	15,174.11
合计	325,720.42	331,176.77	501,026.08
占比	2017	2018	2019
主营业务收入：	97.76%	97.85%	96.97%
1.5MW	4.84%	0.62%	0.95%
2.0MW	92.62%	91.87%	54.67%
2.5MW	0.22%	5.26%	36.34%
3.0MW	0.00%	0.00%	4.97%
发电收入	0.08%	0.10%	0.04%
其他业务	2.24%	2.15%	3.03%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：1、风力发电收入是公司建设的 5.0MW 试验用风力发电机组并网发电产生的收入；2、2019 年公司 1.5MW 产品收入系机组超过合同约定发电量，当期审定通过确认的发电量奖励金；3、2.0MW 系列产品包括了 2.0MW 和 2.2MW 机型，2018 年和 2019 年公司 2.2MW 分别销售 66 台和 199 台。

资料来源：公司提供

公司拥有较强的技术实力，近年行业地位稳步提升，2019 年新增吊装容量市场占有率上升至全国第四

公司以浙江省机电研究院风电研究所为基础发展而来，该所是国内最早从事大型风力发电机组研制的机构，在人员和技术积累方面给公司打下了良好基础，并影响公司形成了注重技术的经营作风，近年公司整体研发投入保持增长趋势。

表 3：公司近年研发投入情况（万元）

	2017	2018	2019
研发投入	13,250.35	12,739.57	18,853.62
占营业收入比重	4.07%	3.85%	3.75%

资料来源：公司提供

公司主持或参与了 14 项代表风电行业国内最高水平的“973”计划、“863”计划、国家科技支撑计划等重点科技攻关项目，9 项浙江省重大

科研项目，起草了 23 项国家标准、20 项行业标准、1 项地方标准、1 项浙江制造团体标准。在国家“863”计划、“973”计划、国家科技支撑计划等国家重点科技攻关项目的持续支持下，依托先进的科研平台和多年并网风电机组的研发经验，公司拥有了完全自主产权的主控系统开发能力，研发了独立变桨控制技术、载荷优化控制技术、自适应控制技术、风电场场级控制技术等风电智能化控制技术。截至 2020 年 3 月末，公司已获得国内外 154 项专利授权（包括 1 项国外专利授权）和 127 项软件著作权，专利涵盖零部件、风电机组和风电场在内的全产业链关键技术。

凭借在风电机组总体设计和控制技术、电网友好性技术、风电机组测试及评估技术等方面的积累，公司机组质量及运营稳定性良好。受益于此，近年来公司市场份额稳步提升，2019 年风机新增装机容量的市场占有率上升至 7.1%，国内行业排名跃升至第四位，市场地位进一步提升。

公司机型种类丰富，产品除了不断提升单体容量外，差异化的设计能满足不同自然环境，且稳定的运行情况增强了产品的竞争优势，近年产销量保持增长趋势，主力机型产品价格企稳

随着市场需求变化，除不断提升单体容量外，公司还根据不同的地理和气候条件，进行差异化设计，同一型号的产品，形成了分别适用于高温、低温、高海拔、低风速、沿海台风等不同自然环境的风力发电机组系列，机型可应用于常规风资源区域、台风区域、低风速和超低风速资源区域。

公司风电机组产品系列及品种丰富，已包括 1.5MW 系列、2.XMW 系列、3.XMW 系列和 4.XMW 系列。公司 1.5MW 系列机组是 2008 年到 2016 年国内陆上风电市场的主流机型之一；2.XMW 系列机组包括 11 种机型，产品配套 80m~120m 不同高度的塔筒，实现了海拔 4,000m 及以下所有陆上风电场类型的全覆盖，从 2014 年开始逐步替代 1.5MW 机型，成为目前陆上风

电市场最主要的机型；3.XMW 级系列风电机组已设计开发 4 种机型，并针对各种不同环境进行了适应性设计，配套 90m~160m 不同高度的塔筒，在南方低风速地区可以改造为 2.5MW 低风速机型，在“三北”高风速地区为目前主推的 3.XMW 和 4.XMW 机型，将成为未来几年公司陆上风电主力机型。此外，公司已开发完成 5MW 海上风电机组样机，并投入风场试运行。

表 4：公司产品产销情况（万 KW、万元/套）

	产品类型	2017	2018	2019
产量	1.5MW	4.80	0.90	-
	2.0MW	89.00	90.72	87.42
	2.5MW	0.25	7.50	80.75
	3.0MW	-	-	23.7
	合计	93.80	99.12	191.87
销量	1.5MW	4.80	0.75	0.15
	2.0MW	87.80	94.32	86.98
	2.5MW	0.25	5.50	58.75
	3.0MW	-	-	7.20
	合计	92.85	100.57	153.08
售价	1.5MW	492.84	410.26	552.23
	2.0MW	687.22	654.32	660.04
	2.5MW	705.62	792.32	774.82
	3.0MW	-	-	1,037.11
	合计	-	-	-

资料来源：公司提供

公司各类风电机组已在我国三北地区（低温）、东南沿海（抗台、盐雾）、云贵高原（高海

拔、冰冻）、中部山区（低风速、冰冻、凝露）、伊朗霍拉桑省戈壁地带（高温）等特殊环境下装机，并且稳定运行。依托于较强的技术实力和良好的产品运营效果，近年来公司风机产销量保持增长态势。公司具备应对复杂风力环境的开发能力和实力，“三北”地区被列入风电开发红色预警区域期间，华东、华中地区的销售额较大且保持增长。2019 年随着“三北”地区陆续解禁，公司当年“三北”区域业务收入大幅提升，2017~2019 年来自“三北”地区的收入占比分别为 25.89%、13.12%和 60.46%。

公司近年主力机型为 2.0MW 系列产品，2.5MW 系列和 3.0MW 系列产品作为未来的主力机型，近年产销量增幅明显。随着电价补贴下调，国内风电机组招标价格进入下降通道，2018 年初开始逐步进入价格洼地，但自 2018 年四季度以来机组招投标价格企稳回升。2019 年公司产品售价包含塔筒价格和电量奖励款，剔除该部分影响，公司当年主要机型执行订单中部分为前期低价订单，产品价格整体有所下降，但随着该部分订单的逐步消化，机型向大功率产品加快演进，执行订单均价将有所回升。

表 5：公司产品销售区域分布（万元）

地区名称	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东北	-	-	8,615.38	2.66%	70,100.82	14.43%
华北	65,967.69	20.72%	18,836.47	5.81%	73,183.07	15.06%
西北	16,452.99	5.17%	15,077.59	4.65%	150,475.58	30.97%
华东	75,330.20	23.66%	85,516.78	26.39%	50,510.84	10.40%
华南	15,217.95	4.78%	35,890.73	11.08%	22,215.82	4.57%
华中	124,115.91	38.98%	118,751.62	36.65%	60,832.94	12.52%
西南	21,347.35	6.70%	41,368.22	12.77%	58,532.90	12.05%
合计	318,432.09	100.00%	324,056.79	100.00%	485,851.97	100.00%

资料来源：公司提供

公司产品生产的强季节性使其保持一定产能富余，2019 年为适应生产需求产能大幅扩张，但总装生产模式下产能利用率不足的情况对成本影响较小

公司拥有杭州临平、河北张北、宁夏吴忠三

个生产基地，原产能规模（单班）分别为 50 万千瓦，合计年产量为 150 万千瓦，2019 年通过生产工艺优化，总产能增至 250 万千瓦。公司产品生产的季节性强，年度间的业务量存在明显差异，导致公司不同时期的生产任务不均衡。为保证需

求高峰时期能及时供货，公司保持一定的产能冗余，近年来公司产能利用率虽有所提升但整体仍不高。

表 6：公司产品产能及其利用率情况（万 KW）

项目	2017	2018	2019
年设计产能	150.00	150.00	250.00
年产量	93.80	99.12	191.87
产能利用率	62.53%	66.08%	76.75%

资料来源：公司提供

与此同时，由于主要生产工序为零部件总装，产能富余的成本较小，近年公司包括厂房、机器设备的折旧费用以及计提的安全生产费用的制造费用占主营业务成本的比重不超过 1.5%，产能利用不足对成本影响小。

表 7：公司主营业务成本（亿元、%）

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	25.10	97.53	25.61	97.55	39.84	98.21
直接人工	0.28	1.07	0.27	1.03	0.32	0.80
制造费用	0.36	1.39	0.37	1.42	0.40	0.99

注：制造费用中包含计提的安全生产费用分别为 827.75 万元、975.90 万元和 828.00 万元。

资料来源：公司提供

公司合作客户优质且客户关系稳固，订单总量稳步提升，丰富的订单储备为其业绩保持奠定了坚实基础，但销售结算周期较长，面临一定资金周转压力

公司产品用户为进行风电场项目投资开发的电力投资商，近年来合作客户包括中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）、中国电力建设集团有限公司（以下简称“中国电建”）、华润电力控股有限公司、中国广核集团有限公司、中国三峡新能源有限公司、中节能风力发电股份有限公司（以下简称“中节能股份”）等大型电力央企。凭借优异的产品性能、可靠的产品质量、完善的服务体系，公司客户重复购买率较高，近年公司在手订单量稳步提升，丰富的订单储备为其业绩保持奠定了坚实基础。

表 8：近年公司在手订单情况

项目	2017	2018	2019
订单容量（万千瓦）	251.12	344.05	731.59
订单合同金额（亿元）	96.16	122.25	258.11

资料来源：公司提供

同时，2017~2019 年公司对前五大客户收入总额占当期营业收入的比例分别为 85.26%、66.11%和 71.94%。其中，公司对华能集团的销售占比分别为 32.48%、14.96%和 23.96%，对中国电建的销售占比分别为 20.44%、17.61%和 23.88%，对大客户的依赖度较高。关联交易方面，公司向关联方中节能股份及其子公司提供风机等产品及服务，2017~2019 年销售商品、提供劳务的金额占营业收入的比例分别为 3.27%、1.14%和 2.60%。同时，2019 年公司中标参股企业项目总包方的风电机组订单，实现关联销售 3.12 亿元，占当年收入的比重为 6.24%。公司关联销售均以市场价通过招投标方式获得，且比重整体较小，整体业务对关联方依赖性较小。

公司主要的销售结算方式为按进度分期收款：合同签署且对应的风电场项目启动时，公司向客户收取合同价约 10%作为“预收款”；公司将产品运至指定地点交付，经验收合格后，约收款至合同总价款的 60~70%；全部产品安装完成且通过试运行后，约收款至合同总价款的 90~95%；剩余部分作为“质保金”，一般为合同金额的 5~10%，在 5 年的质量保证期满后支付。2019 年下半年以来，随着订单需求的大幅上升，公司收到的预付款和投料款大幅增加，一般可收取合同金额的 30%~40%，因此在采购至生产环节，可回笼合同资金至 40~50%，一定程度缓解了资金压力。整体来看，公司合作客户质量较好，其信用质量对公司销售回款保障程度高，但由于风场项目建设周期较长，公司从发货到最后的货款回收存在较长周期，一定程度上加大了自身资金周转和平衡压力。

中诚信国际关注到，公司应收账款和存货规模较大，且部分中标项目在南方地区，项目运输、

吊装等工况更为复杂，建设和试运行周期相对较长，存在的延期风险将加大公司资金回笼压力。

公司原材料采购渠道顺畅，与主要供应商合作关系稳固，但 2019 年来受产业链间供需地位变化的影响，成本转嫁能力有所下降

公司产品为大型、非标、定制化的成套设备，需要根据客户的要求有针对性采购生产所需的配套零部件，主要原材料包括桨叶、齿轮箱、发电机、变流器等。桨叶系风电机组中成本占比最高的零配件，齿轮箱系成本占比第二大的原材料。

表 9：公司主要原燃料采购情况（万元）

零部件采购金额	2017	2018	2019
桨叶	64,916.76	65,893.88	122,194.84
齿轮箱	42,961.93	39,151.61	94,866.17
发电机	14,576.45	13,587.23	33,128.82
变桨轴承	11,087.35	9,866.08	23,856.53
变桨控制系统	10,753.51	9,003.13	18,435.53
零部件采购金额占比	2017	2018	2019
桨叶	26.32%	27.04%	21.71%
齿轮箱	17.42%	16.07%	16.85%
发电机	5.91%	5.58%	5.89%
变桨轴承	4.49%	4.05%	4.24%
变桨控制系统	4.36%	3.69%	3.28%

资料来源：公司提供

公司桨叶主要采购于中材科技风电叶片股份有限公司、株洲时代新材料科技股份有限公司和中科宇能科技发展有限公司等，齿轮箱主要向南京高精传动设备制造集团有限公司采购。整体来看，公司主要原材料采购集中度高，但渠道顺畅，近年来与供应商合作关系稳固。

表 10：公司主要原燃料采购情况（万元、%）

2018			
供应商名称	采购内容	采购金额	占比
南京高精传动设备制造集团有限公司	齿轮箱、偏航驱动、变桨驱动	43,648.33	17.91
中材科技风电叶片股份有限公司	桨叶	26,162.16	10.74
株洲时代新材料科技股份有限公司	桨叶、弹性支撑等	25,235.36	10.36
中科宇能科技发展有限公司	桨叶	11,103.20	4.56
江苏吉鑫风能科技股份有限公司	轮毂、轴承座组件、主机架等	10,871.52	4.46
2019			
供应商名称	采购内容	采购金额	占比
南京高精传动设备制造集团有限公司	齿轮箱、偏航驱动、变桨驱动	85,112.91	15.12
中材科技风电叶片股份有限公司	桨叶	67,590.84	12.01
株洲时代新材料科技股份有限公司	桨叶、弹性支撑等	38,403.81	6.82
成都天马精密机械有限公司	变桨轴承、偏航变桨轴承	19,954.03	3.54
宁波日星铸业有限公司	轮毂、轴承座组件、主机架等	19,903.50	3.54

资料来源：公司提供

采购价格方面，公司主要配套零部件的价格呈现下降的趋势，一方面随着竞价、平价项目时间表的出台，风电产业链均面临降价压力；另一方面，公司配套零部件的采购量增大，采购规模的扩大也使得公司对供应商的议价能力得以提升。2019 年以来“抢装潮”下，供应链保障压力大幅上升，公司为锁定供应商产能，转嫁价格压力的幅度有所下降。结算方面，对于不需要调试的零部件，到货 60~90 天付到 90%，剩余为质保金；需要风场调试的零部件，到货后支付采购总额的 40%，调试完成付至 60~70%，试运行后付至 90%，剩余为质保金。由于“抢装潮”带来的采购压力，公司部分原材料采购增加预付比例。结算方式方面，公司主要通过银行承兑汇票和银行转账方式支付采购款。

后市场服务和并网测试服务作为公司延伸产业链的重要组成部分，近年来整体保持较为平稳的增长态势

公司其他业务收入近年整体有所增长，由后市场服务收入、固定资产出租收入和并网测试服务收入等构成。其中，后市场服务收入为公司其他业务收入的重要组成部分，主要包括备件材料销售收入、运维及技改服务收入，服务的客户群体包括公司作为设备供应商的风电场业主和其他整机厂家作为设备供应商的风电场业主。随着供货风场质保期结束，业主将相关风场运维工作仍交由公司负责，相应收入在 2019 年增长较快。

战略规划及管理

未来以风机产业为主并逐步向下游风场延伸产业

链，在建项目投资规模较大

公司已明确了逐步从单一的风电机组研制与销售，转向提供风电机组与风电场勘测、风电场运维的一体化服务，并将业务链延伸至风电场投资运营的战略发展方向。截至 2019 年末，公司控股的在建风电场项目容量达到 20 万千瓦，参股的在建风电场项目容量超过 30 万千瓦。

目前，公司主要在建项目系风场项目，存在较大规模的剩余投资，面临一定的投资压力，但随着风场项目的建成投产，公司产业链将得到完善，并提升综合市场竞争力及抗风险能力。

表 11：截至 2019 年末公司在建项目情况（万元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	工程累计投入占预算比例（%）	工程进度（%）	剩余计划投资
3.XMW 机组开发项目	2,492.00	1,236.81	49.63	50.00	1,255.19
WD156-4500 机组开发项目	2,280.00	561.81	24.64	25.00	1,718.19
昔阳泉落一期项目	41,016.20	29,855.82	72.79	90.00	11,160.38
昔阳泉落二期项目	35,581.00	719.54	2.02	2.02	34,861.46
宇宙营风场项目	76,345.23	1,091.69	1.43	1.43	75,253.54
禹城苇河风场项目	47,336.00	762.85	1.61	1.61	46,573.15
合计	205,050.43	34,228.51	-	-	170,821.92

资料来源：公司提供

法人治理结构较完善，资金、投资和担保事项管理等管理体系建设较为健全

2019 年 4 月公司成功上市，近年法人治理结构随着上市进程不断完善和提升，目前设立股东大会，下设董事会和监事会，经营层下设采购中心、制造中心、资源开发部、营销中心、质量管理部、财务部等职能部门，法人治理结构较为完善。

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》及《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》和《公司章程》等有关法律、法规、规范性文件和中国证监会的相关要求，公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《总经理工作

制度》、《董事会秘书工作制度》等，明确了股东大会、董事会、监事会、独立董事、总经理及董事会秘书的权责范围和工作程序，为公司法人治理结构的规范化运行提供了制度保证。

同时，公司在资金管理、对外投资、担保事项等方面的政策及制度安排较为健全，且执行情况良好。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年三年连审审计报告以及 2019 年审计报告。所有财务数据均为合并报表口径，均为报告期末数。

盈利能力

2018 年为风电行业价格低点，公司中标价格较低，加之单台机组成本上升，导致 2019 年机组毛利率降低，营业毛利率降幅较大；同时 EBITDA 利润率和总资产收益率受盈利能力下降影响，当年均有不同程度的下滑

随着竞价、平价上网时刻的临近，风电整机制造商面临的降价压力加大，2018 年为风电行业价格低点，公司产品中标价格较低，加之桨叶成本上升，导致 2019 年交付机组毛利率降低，当年营业毛利率进一步下降。

表 12：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
主营业务毛利率：	19.17	18.99	16.51
1.5MW	14.08	-12.69	100.00
2.0MW	19.65	19.27	16.31
2.5MW	-10.47	20.82	14.49
3.0MW	0.00	0.00	20.13
发电	-138.66	-147.33	-281.23
其他业务毛利率	31.24	21.99	37.37
营业毛利率	19.44	19.06	17.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司销售费用主要包括运输装卸费、售后运维费以及职工薪酬等，随着业务规模的扩大，以及 2019 年桨叶运输基本由公司自行负责，销售费用呈现较快增长趋势；管理费用主要为职工薪酬等近年变动较小，但持续的研发投入使其研发费用保持在较大规模；2019 年公司实现上市融资，带息债务减少，加之富余资金带来的大规模利息收入，使其 2019 年财务费用为负。上述因素共同导致公司期间费用保持增长态势，但受益于营业收入提升期间费用率下降。

虽然公司营业毛利率持续下滑，但得益于期间费用率的控制，近年来经营性业务利润小幅提升，但值得注意的是，近三年公司经营性业务利润中其他收益贡献度超过 40%，主要系与收益相关的政府补助。公司资产减值损失主要为坏账损失等，近年小幅增长，但整体规模较小。2018 年公司投资收益同比大幅增加，主要系理财产品收益，随着理财到期，2019 年投资收益下滑。

2018 年公司得益于投资收益的补充，利润总额较上年小幅增长，带动当年 EBIT 和 EBITDA 规模的提升，但 2019 年利润总额小幅下降，公司 EBIT 和 EBITDA 减少。公司营业总收入规模整体保持增长，但相较于 2019 年的较快增长，2018 年增幅有限，导致近三年 EBITDA 利润率呈现先升后降态势。总资产收益率方面，近年公司 EBIT 规模有所波动，但总资产保持增长，使其总资产收益率逐年下降。其中，2019 年受上市融资及大规模订单带来预收款项的增长，公司总资产增幅加速，导致当年总资产收益率降幅加大。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
三费合计	5.60	5.54	7.70
期间费用率	17.19%	16.72%	15.37%
经营性业务利润	1.00	1.05	1.18
资产减值损失	-0.09	-0.05	-0.11
投资收益	0.09	0.22	0.04
利润总额	1.03	1.24	1.13
EBITDA 利润率	5.78%	6.23%	3.97%
总资产收益率	2.29%	2.26%	1.42%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

总资产和总负债规模不断扩大，货币资金和预收款项同比大幅增长；2019 年受益于首次公开 A 股募资及持续的盈利积累，权益规模增长加快，但资产负债率和总资本化率始终处于高位运行

经营规模逐年扩大、上市募集资金净额 4.41 亿元以及“抢装潮”客户为锁定订单支付的预付、投料款规模较大，带动公司 2019 年资产总额快速增加。2019 年风电行业存量项目提速建设，公司业务规模增长，且在大量订单执行及储备情况下，存货规模、货币资金增加，流动资产规模大幅增长。随着分期收款销售商品规模增长，在建工程的陆续推进，公司非流动资产规模有所扩大。公司货币资金主要为银行存款，2019 年受益于销售回款、预收货款规模增加，加之 IPO 募集资金到位，当年大幅增长，其中保证金等受限货币资金占比约为 30%，受限规模较大；应收账款随着业

务规模扩大保持增长态势，2019 年末账面余额 26.18 亿元，其中逾期规模为 9.99 亿元，以 6 个月以内逾期为主，但公司客户主要为大型央企电力企业，整体回收风险可控；受发出商品规模的大幅增长、原材料及在产品增加影响，公司 2019 年末存货规模扩大。长期应收款受分期销售商品规模的增加，近年保持增长；固定资产和在建工程，随着项目建设、结转以及折旧情况有所变动，但整体保持增长趋势。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	8.40	13.40	35.47
应收账款净额	16.36	19.32	25.99
存货	8.03	7.57	20.48
长期应收款	12.97	12.36	15.88
固定资产	5.85	5.67	5.75
在建工程	0.21	0.69	3.34
实收资本	2.20	2.20	2.94
资本公积	3.13	3.13	6.81
未分配利润	2.62	3.71	4.78

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

IPO 募集成功及盈余积累等带动权益规模较快增长，但初始投入不足及首次发行规模较小，公司自有资本实力仍显不足。

近年来公司负债总额亦呈扩张态势，其中流动负债占负债总额比重超过 85%，主要由预收款项、应付账款等经营性负债构成。公司根据产品质量保证义务，估计确认质保期内风机运维费用，并计提预计负债，随着业务规模的扩张，预计负债增长并成为公司主要非流动负债。

随着长、短期银行借款的陆续偿付，2019 年末公司总债务虽有所增长但主要为应付票据，考虑其货币储备，当期末净债务规模为-3.89 亿元。

表 15：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019
短期借款	2.25	1.75	0.30
应付票据	14.35	18.94	31.29
应付账款	23.09	20.95	27.22
预收款项	3.35	4.66	33.94
长期借款	0.84	2.25	0.00
预计负债	3.17	4.26	4.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受负债规模较大、自有资本实力不足的影响，公司财务杠杆处于行业高位。近年来公司资产负债率均超过 80%，总资本化比率维持在 67% 左右，很高的财务杠杆率增加了公司的财务风险，并将一定程度上影响再融资能力。

现金流及偿债能力

经营活动现金流保持净流入，但波动性较大；债务规模较大且主要为短期债务，但应付票据占比大，利息成本低，经营活动净现金流对债务利息覆盖良好，加之货币储备充足，货币资金对债务本息的保障亦处于很高水平

公司经营活动净现金流受产品销售回款状况和订单变动下预收货款波动影响较大，2019 年受益于风电行业景气度回升，订单量大幅提升下预收货款规模增加，经营获现能力明显提升。投资活动净现金流受项目建设和理财投资影响呈现一定的波动，2019 年由于收回理财产品投资，投资活动现金流表现为小幅净流入。筹资活动方面，公司 2019 年实现上市，但长短期借款的陆续偿付，筹资活动现金流表现为小幅净流入。

总债务持续提升，公司总债务/EBITDA 随之上升，但公司债务主要为开具的银行承兑汇票，债务融资成本较低，且随着长短期借款的偿还，利息费用下降，使得 EBITDA 对利息支出的覆盖程度保持在很高水平。2019 年公司经营获现情况良好，使其对债务本息的覆盖水平很高；同时，扣除利息支出、股利及必要资本支出后，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力依然很强。但公司经营活动净现金流近年存在较大波动，对债务的覆盖能力整体尚待加强。

公司货币储备规模较大，对短期债务偿付的保障能力很强，尤其 2019 年大规模现金流入使其货币资金对债务本息的覆盖处于很高水平。

表 16: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2017	2018	2019
投资活动净现金流	-3.87	-0.81	0.10
经营净现金流/总债务	0.32	0.09	0.45
经营活动净现金流/利息支出	25.97	12.87	90.47
货币资金/短期债务	0.51	0.63	1.12
(CFO-股利)/总债务	27.92%	7.80%	44.94%
FCF/总债务	23.92%	2.59%	38.46%

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

受限资产比例较高, 但新增股权融资渠道能够增强其再融资能力

截至 2019 年末公司共获得银行授信额度 59.69 亿元, 其中未使用额度为 24.49 亿元, 备用流动性较充足; 同时, 公司完成上市后, 新增直接融资渠道, 资本市场融资渠道的拓宽, 能较好增强其财务弹性。

截至 2019 年末, 公司受限资产合计为 13.03 亿元, 合计占当期末总资产的 11.27%, 净资产的 85.39%。其中, 11.91 亿元系受限货币资金, 主要为承兑保证金、保函保证金, 以及质押用于开具银行承兑汇票的结构性存款和大量存单; 1.12 亿元系长期股权投资, 公司与水电工程顾问集团有限公司 (以下简称“水电工程”) 签订《股权质押担保协议》, 因参股公司中国水电顾问集团崇阳新能源有限公司 (以下简称“崇阳新能源”) 和其控股股东水电工程共同承担 3.29 亿贷款的还款义务, 因参股公司中国水电顾问集团桂阳新能源有限公司 (以下简称“桂阳新能源”) 和其控股股东水电工程共同承担 3.28 亿贷款的还款义务, 公司将其持有的崇阳新能源的全部股权 (30%) 和桂阳新能源的全部股权 (30%) 质押给水电工程。整体来看, 公司较高的受限比例降低了资产的流动性。

对外担保方面, 公司为水电工程提供质押担保, 担保金额以公司持有的崇阳新能源和桂阳新能源的全部股权价值为限, 且不超过贷款总额的 30%。截至 2019 年末, 上述担保事项正在履行中。同期末, 公司无其他重大诉讼和仲裁事项。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业

信用报告》及相关资料, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司成立和发展过程中获得了股东及相关政策的较大支持, 目前作为浙江省国资委下属机电集团唯一的 A 股上市企业, 公司重要性进一步上升

机电集团系浙江省人民政府批准设立的省级国有资产运营机构, 2000 年 8 月由浙江省机械工业厅及所属企事业单位改制设立, 业务涉及装备制造、民爆、商贸及供应链金融、现代制造服务、教育等, 其中由公司负责的风电设备制造板块是其重点培养和发展的核心业务, 是其“科技机电”优势的重要体现。随着上市的完成, 目前公司系其唯一 A 股上市子公司, 在机电集团体系内的重要性进一步提升。

根据机电集团未经审计的企事业合并财务报表显示, 截至 2019 年末机电集团总资产为 221.31 亿元, 净资产为 79.46 亿元, 2019 年度营业收入 156.97 亿元, 净利润为 6.24 万元, 公司系其重要的资产、利润贡献单位。同时, 机电集团作为控股股东曾多次增资支持公司发展, 公司高管团队中多人曾任职于浙江省机电设计研究院及其下属风电研究所, 现任公司董事长杨震宇先生, 还兼任机电集团总经理、党委副书记。

此外, 公司 2008 年被评为高新技术企业, 2011 年、2014 年和 2017 年分别如期通过了高新技术企业复审, 按照 15% 的企业所得税优惠税率纳税。同时, 公司于 2015 年 9 月起享受软件产品增值税实际税负超过 3% 部分即征即退的优惠, 2017~2019 年分别取得软件产品增值税实际税负超过 3% 的部分增值税即征即退款 3,191.27 万元、2,968.12 万元和 1,760.42 万元。持续的政策支持为公司的良好发展创造了有利条件。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定浙江运达风电股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“浙江运达风电股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于浙江运达风电股份有限公司公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

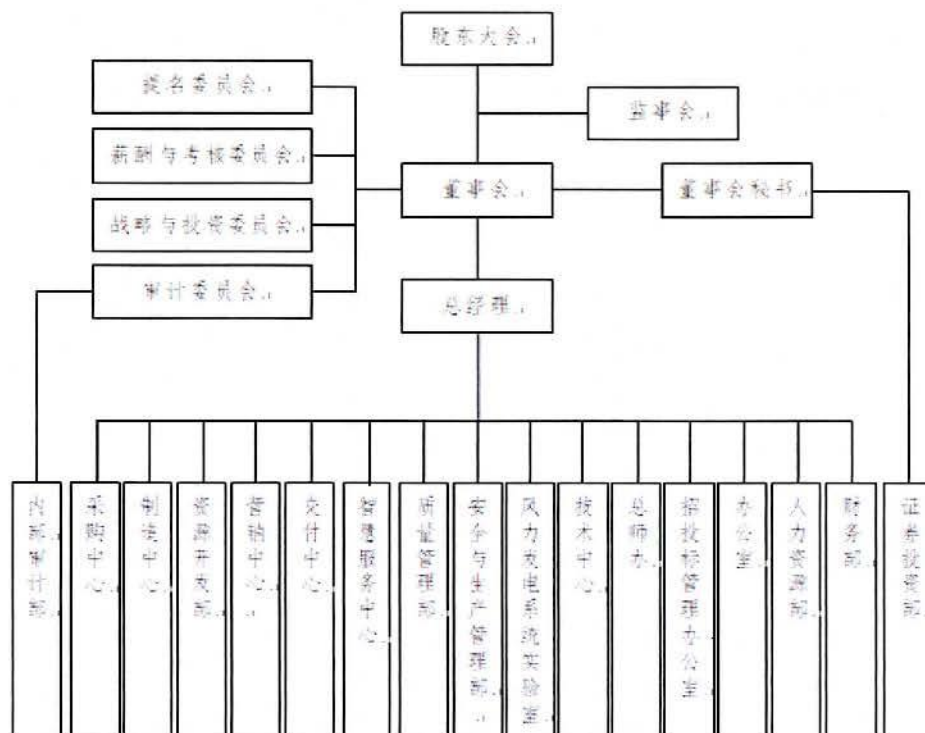
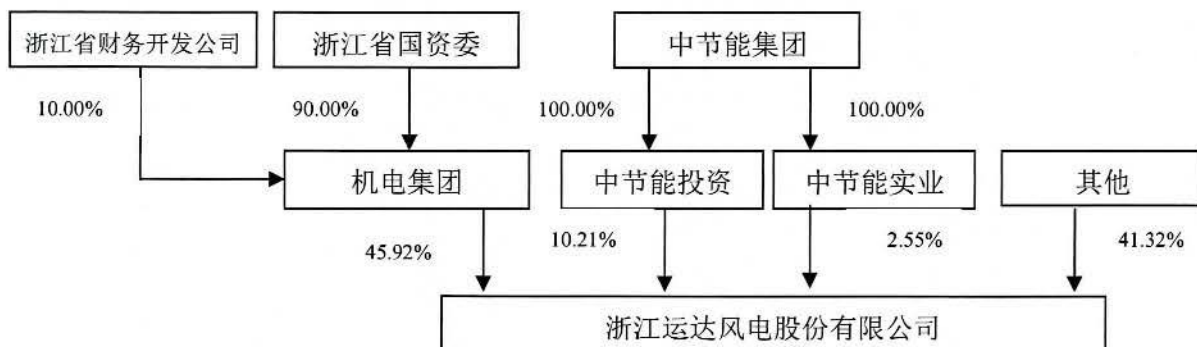
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 4 月 13 日

附一：浙江运达风电股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：浙江运达风电股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	83,953.10	134,034.86	354,716.33
应收账款净额	163,553.58	193,245.17	259,865.83
其他应收款	3,971.16	3,110.50	3,989.05
存货净额	80,316.01	75,696.83	204,788.49
长期投资	12,254.76	15,121.58	19,151.90
固定资产	58,453.98	56,733.47	57,540.28
在建工程	2,055.56	6,905.95	33,415.93
无形资产	4,133.04	3,958.63	4,488.02
总资产	581,375.67	659,492.52	1,156,287.86
其他应付款	2,106.74	2,820.15	7,263.47
短期债务	166,224.86	212,905.71	315,866.13
长期债务	8,360.00	22,520.00	0.00
总债务	174,584.86	235,425.71	315,866.13
净债务	90,631.76	101,390.85	-38,850.20
总负债	497,134.07	563,262.93	1,003,636.24
费用化利息支出	2,128.21	1,595.86	1,585.00
资本化利息支出	0.00	0.00	2.16
所有者权益合计	84,241.60	96,229.59	152,651.62
营业总收入	325,720.42	331,176.77	501,026.08
经营性业务利润	9,959.30	10,498.21	11,774.48
投资收益	866.26	2,208.89	400.33
净利润	9,419.42	12,030.17	10,657.75
EBIT	12,387.57	14,030.51	12,862.78
EBITDA	18,820.13	20,623.33	19,913.31
经营活动产生现金净流量	55,271.41	20,533.82	143,588.55
投资活动产生现金净流量	-38,689.29	-8,113.86	1,011.79
筹资活动产生现金净流量	-23,802.42	12,759.89	100.32
资本支出	6,974.72	12,260.04	20,460.72
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	19.44	19.06	17.15
期间费用率(%)	17.19	16.72	15.37
EBITDA 利润率(%)	5.78	6.23	3.97
总资产收益率(%)	2.29	2.26	1.42
净资产收益率(%)	11.35	13.33	8.56
流动比率(X)	0.82	0.90	0.92
速动比率(X)	0.64	0.74	0.71
存货周转率(X)	3.10	3.44	2.96
应收账款周转率(X)	2.38	1.98	2.21
资产负债率(%)	85.51	85.41	86.80
总资本化比率(%)	67.45	70.99	67.42
短期债务/总债务(%)	95.21	90.43	100.00
经营活动净现金流/总债务(X)	0.32	0.09	0.45
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.33	0.10	0.45
经营活动净现金流/利息支出(X)	25.97	12.87	90.47
经调整的经营净现金流/总债务(%)	27.92	7.80	44.94
总债务/EBITDA(X)	9.28	11.42	15.86
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.10	0.06
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.84	12.92	12.55
EBIT 利息保障倍数(X)	5.82	8.79	8.12

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	经营效率	存货周转率
应收账款周转率		=营业总收入/应收账款平均净额
现金周转天数		=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入—营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



朱洁，证件号码:330482198508150923，于2014年11月09日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141133841865033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



朱洁，证件号码:330482198508150923，于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141133821629033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邓晓洁，证件号码:430221199206297123，于2017年04月08日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

20170431000061197500310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邓晓洁，证件号码:430221199206297123，于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201504421714418042





营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动)

此件与原件一致, 仅限浙江运达风电股份有限公司公开发行可转换公司债券使用, 再次复印无效。



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

中国证券监督管理委员会

证监许可〔2020〕267号

关于核准中诚信国际信用评级有限责任公司 从事证券市场资信评级业务的批复

中诚信国际信用评级有限责任公司：

《中诚信国际信用评级有限责任公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（中诚信国际文〔2019〕101号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令第50号）等有关规定，经审核，现批复如下：

一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。

二、你公司应当加入中国证券业协会，按照相关法律法规、自律规则的规定开展证券市场资信评级业务，遵守职业道德，诚信执业，勤勉尽责。

三、你公司应当在本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商登记相关手续。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。



五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中如遇重大问题，须按规定报告我会。



抄送：国家发展改革委，中国人民银行，市场监管总局，银保监会；北京证监局，上交所，深交所，中国结算，中证监测，全国股转公司，证券业协会，上市公司协会，证券投资基金业协会。

分送：会领导。

办公厅，发行部，公众公司部，市场部，债券部，机构部，上市部，稽查局，处罚委，法律部，会计部，国际部，存档。

证监会办公厅

2020年2月14日印发

打字：蔡时雨

校对：李 晋

共印 16 份

— 2 —



中诚信国际信用评级有限责任公司关于 是否被监管部门行政处罚或采取监管措施的说明

经核查，我司最近五年（2015年2月27日至今）受到的行政处罚及监管措施如下：

一、行政处罚

无。

二、监管措施

无。

特此说明。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年4月13日



关于电子印章与公章具有同等法律效力的声明

根据《中华人民共和国电子签名法》第十四条规定：“可靠的电子签名与手写签名或者盖章具有同等的法律效力。”中诚信国际信用评级有限责任公司自2019年11月11日起启用电子印章，与公章具有同等法律效力。中诚信国际信用评级有限责任公司电子印章目前用于出具信用评级报告及报告配套文件。

特此声明！

电子印章样本	公章样本
 <p>(仅供电子印章效力申明之用)</p>	 <p>(仅供电子印章效力申明之用)</p>

声明单位：中诚信国际信用评级有限责任公司

日期：2020年4月13日