



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪006号

新疆金风科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“新疆金风科技股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年四月十七日

新疆金风科技股份有限公司公司债券 2013 年跟踪评级报告

发行主体	新疆金风科技股份有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2012/2/23-2015/2/23		
上次评级时间	2012/5/24		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

公司简称	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	136.31	132.69	132.86
总资产 (亿元)	280.62	319.48	319.44
总债务 (亿元)	64.79	103.42	99.54
营业总收入 (亿元)	175.96	128.43	113.24
营业毛利率 (%)	23.46	16.58	15.37
EBITDA (亿元)	30.89	13.22	8.37
所有者权益收益率 (%)	17.49	5.41	1.25
资产负债率 (%)	51.43	58.47	58.41
总债务/EBITDA (X)	2.10	7.82	11.89
EBITDA 利息倍数 (X)	17.42	4.04	1.77

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、交易性金融负债未计入短期债务，从而未反映在总债务中。

分析师

刘 刚 gangliu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 4 月 17 日

基本观点

2013 年，新疆金风科技股份有限公司（以下简称“金风科技”或“公司”）收入及利润水平继续下滑。但公司营业收入及资产规模较大，债务结构得到优化，加之融资渠道通畅，偿债能力仍能获得有力支撑。且长期看，风电行业发展空间巨大，尤其是政府就并网管理、弃风限电、风电布局规划、项目审批、技术标准及风电补贴等出台了一系列政策后，国内风电行业发展环境将逐步优化，公司凭借自身在品牌、规模、技术、产品性能等方面的突出优势，后期盈利状况仍有望回升。

中诚信证评维持“新疆金风科技股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用级别 AA⁺，维持金风科技主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定。

正 面

- 行业发展环境将逐步优化。为促进风电产业规范化发展，进一步提升行业整体技术水平，一系列关于风电发展规划、风电技术、并网消纳、项目审批、风电补贴等配套的产业政策集中出台，风电政策体系日趋完善。
- 市场地位优势明显。公司近年产品竞争优势逐步显示，市场认可度也不断提高。2012 年公司在国内新增及累计风电装机容量市场份额居行业首位。
- 协同发展的业务模式。公司在立足风电机组制造的基础上进一步拓展了风电服务及风电场投资业务，三个业务板块相辅相成，互相促进。2013 年，公司风电服务及风电场投资业务继续保持良好的发展势头。
- 债务结构大幅优化。近年公司新增债务以短期债务居多，短期债务占比快速提升。但 2012 年 2 月公司成功发行公司债券，募集资金规模达 30 亿元，债务期限结构得到大幅改善，公司财务结构的稳健性也有所提升。

关 注

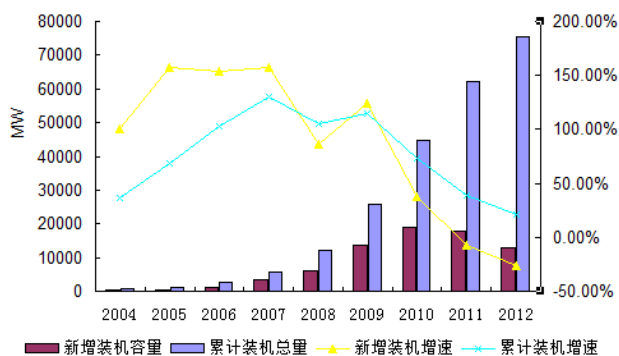
- 行业增速持续放缓。国内风电新增装机容量的增速持续下滑，尤其是 2012 年新增装机容量较上年减少 4670.9 兆瓦，同比下降 26.49%。
- 盈利能力不佳。中国风电市场的快速发展吸引了大量的投资，行业竞争较为激烈。2012 年，虽然稀土等原材料价格降幅较大，但国内市场风力发电机组的价格依然处于低位，这对公司盈利能力的提升形成了较大挑战。
- 未来资本支出规模较大。截至 2012 年 12 月 31 日，公司的资产负债率及总资本化比率分别为 58.41%和 42.83%，尚处于合理范围。但未来公司在风电场开发投资等方面仍有较大规模的资本支出，这将在一定程度上增加公司的债务压力。

行业关注

近年来风电行业保持快速发展，但新增装机容量持续大幅下滑；风电设备市场行业集中度高，竞争激烈，金风科技市场份额跃居行业首位，市场地位优势显著

风能作为目前除水能外成本最接近传统能源的可再生能源，近年国内外风电行业呈现强劲的发展态势。根据全球风能协会统计，2012年，全球新增装机容量高达44711兆瓦，同比增长10.10%，累计装机容量282430兆瓦，同比增长18.70%。根据中国风能协会的统计，2012年中国（不包括台湾地区），新增安装风电机组7872台，装机容量12960兆瓦，累计安装风电机组53764台，装机容量75324.2兆瓦，同比增长20.8%。但需关注的是，受国内早期装机容量增长过快，电网建设相对滞后影响，国内风电新增装机容量的增速持续下滑，尤其是2012年新增装机容量较上年减少4670.9兆瓦，同比下降26.49%。不过，国家能源局设定了2013年新增风电装机18000兆瓦的目标，同时亦将启动海上风电项目的建设，目前看来，后期核准新增装机容量有望回升。

图 1：2004~2012 年中国风电装机总量及增速



资料来源：中国风能协会，中诚信证评整理

市场格局方面，近年行业的高速发展吸引了大量风电整机制造产能上马，且随着国内风电设备制造企业实力不断增强，市场竞争日趋激烈。从新增装机情况看，2012年国内风电新增装机容量前二十大企业几乎占据了国内98%的市场份额，排名前3名的企业分别为金风科技、联合动力和华锐，其中金风科技新增风电装机容量最多，达到2521.5MW，占据19.5%的市场份额。但需关注的是，除湘电风

能外，2012年其他企业新增装机容量均较上年下滑较大。从累计装机容量来看，2012年国内前二十大风电设备制造商占全国份额96.5%，其中金风科技市场份额为20.20%，超过华锐，跃居行业第一位。

表 1：2012 年中国新增风电装机容量及市场份额

序号	制造商	装机台数	装机容量 (MW)	装机容量 占比 (%)
1	金风科技	1600	2521.50	19.50
2	联合动力	1302	2029.00	15.70
3	华锐	699	1203.00	9.30
4	明阳	739	1133.50	8.70
5	湘电风能	445	893.00	6.90
6	上海电气	430	822.00	6.30
7	远景能源	328	544.00	4.20
8	Gamesa	265	493.20	3.80
9	东气	311	466.50	3.60
10	Vestas	244	414.40	3.20
11	重庆海装	214	399.50	3.10
12	南车风电	252	385.80	3.00
13	运达	263	364.50	2.80
14	三一电气	166	275.00	2.10
15	华创	174	263.10	2.00
16	许继风电	86	172.00	1.30
17	华仪	76	114.00	0.90
18	中科天道	52	78.00	0.60
19	GE	40	60.00	0.50
20	银河风电	23	57.50	0.40
其他	其他	163	270.50	2.10
合计	合计	7872	12960.00	100.00

资料来源：中国风能协会，中诚信证评整理

表 2：2012 年中国累计风电装机容量及市场份额

序号	制造商	装机台数	装机容量 (MW)	装机容量占比 (%)
1	金风科技	12227	15200.40	20.20
2	华锐	9178	14180.00	18.80
3	东气	4901	7364.50	9.80
4	联合动力	4801	7311.00	9.70
5	明阳	2802	4256.50	5.70
6	Vestas	3175	3979.90	5.30
7	Gamesa	3220	3279.10	4.40
8	湘电风能	1345	2694.50	3.60
9	上海电气	1582	2603.50	3.50
10	GE	1082	1635.50	2.20
11	华创	1045	1571.10	2.10
12	运达	1429	1462.50	1.90
13	南车风电	823	1302.30	1.70
14	远景能源	827	1292.50	1.70
15	重庆海装	689	1274.80	1.70
16	Suzlon	649	901.30	1.20
17	三一电气	379	598.00	0.80
18	Nordex	471	574.20	0.80
19	华仪	450	560.10	0.70
20	银星能源	496	505.00	0.70
其他	其他	2193	2777.50	3.50
合计	合计	53764	75324.20	100.00

资料来源：中国风能协会，中诚信评估整理

虽然原材料价格均出现了不同程度的下降，但国内风电整机设备价格依旧处于低位，行业整体盈利能力普遍不佳

价格方面，由于风电设备整机产能过剩，随着市场竞争的日趋激烈，国内风电整机价格大幅下降。2008 年，国内风电整机均价通常在 6,000 元/kw 以上，但 2011 年初已跌至不到 3,700 元/kw 左右，到 6 月份达到谷底约 3,600 元/kw，下半年市场价格开始企稳回升；2012 年以来，市场均价仍在 3,700 元~3,800 元/kw 之间徘徊。总体来看，风机价格的大幅下降对行业整体的盈利水平产生了较大影响，但价格的低迷也有利于加速行业整合，拥有核心技术和规模优势的企业能够在行业未来竞争中具有更大的竞争优势。

原材料方面，直驱永磁风机的主要部件永磁发电机大多采用磁钢材料，而磁钢的生产则需钕、镨等稀土元素。2011 年，受国家政策影响，稀土材料

价格暴涨，在一定程度上对以稀土为原材料的风电机组制造商的盈利能力造成一定压力。2012 年，随着稀土供应的恢复，稀土材料价格较 2011 年下降约 40%。同时，铜材、钢材等其他原材料的价格水平亦出现了不同程度的下滑。总体看，在风机制造业低价竞争的格局下，原材料价格的下降在一定程度上缓解了风机制造商的成本压力。

针对行业产能过剩、质量事故、并网消纳困难等问题，政府就并网管理、弃风限电、风电布局规划、项目审批、技术标准及风电补贴等出台了一系列政策，行业发展环境将得到优化

在风电装机容量迅速增长的同时，我国风电行业也面临低水平、重复建设严重，导致价格恶性竞争，质量控制体系不完善，风电发展与电网接纳能力矛盾突出，弃风限电严重等问题。以弃风限电为例，风电发电量仅占全部电力消费量的 2%，而 2012 年全国弃风电量约 200 亿度，较 2011 年的规模翻倍。这已充分暴露出我国能源管理问题严重，亦直接导致风电企业损失 100 亿元，阻碍了风电行业健康有序的发展。

为促进风电产业规范化发展，进一步提升行业整体技术水平，一系列关于风电发展规划、风电技术、并网消纳、项目审批、风电补贴等配套的政策集中出台，风电政策体系日趋完善。在风电发展规划方面，能源部发布了《能源发展“十二五”规划》，要优化风电开发布局，协调配套电网与风电开发建设，建立保障风电并网运行的电力调度体系，并积极开展海上风电项目示范，促进海上风电规模化发展。在技术标准上，国家能源局发布了 18 项风电行业标准，风电技术门槛进一步提高。在并网管理方面，国家能源局发布了《关于加强风电场并网运行管理的通知》，对风电场管理、并网运行管理及风电机组技术稳定性及低电压穿越能力提出新的要求。在弃风限电上，国家能源局发布了《关于做好 2013 年风电并网和消纳相关工作》，要求各地修正风电发展轨迹，加强风电配套电网建设，确保风电优先上网。在项目审批上，收紧地方政府权限，风电审批已经纳

入国家统一规划。在风电补贴方面,《可再生能源发展基金征收使用管理办法》的正式施行,明确了资金筹集、使用范围及监督检查等;《可再生能源电价附加资金补助项目审核确认管理暂行办法》及《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》的先后下发,明确了项目审核的具体办法、申请要求及项目确认、补助标准、预算管理和资金拨付等内容,这在政策上保障了风电发展的资金来源。

表 3: 2011 年以来风电行业主要相关政策

类型	政策	相关内容或影响
2011.08	国家能源局发布 18 项风电行业标准	涉及风电并网技术规范、风电电气设备、风力机械设备、风电场规划设计、风电场运营维护管理等方面。
2011.11	国家能源局《关于加强风电场并网运行管理的通知》	进一步明确对风电场管理、并网运行管理及风电机组技术稳定性及低电压穿越能力的要求。
2011.11	国家能源局《分散式接入风电项目开发建设指导意见》	要求简化分散式风电项目开发流程,加快分散式风电开发步伐。
2011.11	财政部《可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法》	将我国可再生能源电价附加由目前每千瓦时 4 厘上调至 8 厘。
2011.12	国家标准化委员会《风电场接入电力系统技术规定》	规定了与电力系统连接的新建或扩建风电场的技术要求,修改完善了风电场有功功率控制、无功功率/电压控制、有功功率预测等技术条款,增加了风电场低电压穿越能力要求。
2012.03	《可再生能源电价附加资金补助项目审核确认管理暂行办法》及《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》	明确了项目审核的具体办法、申请要求及项目确认、补助标准、预算管理和资金拨付
2012.04	科技部《风力发电科技发展“十二五”专项规划》	从基础研究类、研究开发类、集成示范类、成果转化类、公共服务体系建设、人才培养和国际科技合作等七大方面提出了风电科技发展规划。
2012.07	能源部发布《能源发展“十二五”规划》	优化风电开发布局,加快风能资源的分散开发利用。协调配套电网与风电开发建设,建立保障风电并网运行的电力调度体系。积极开展海上风电项目示范,促进海上风电规模化发展。
2013.03	国家能源局印发《关于规范风电开发建设管理有关要求》	要求各地修正风电发展轨迹,加强风电配套电网建设,确保风电优先上网。

资料来源:中诚信证评整理

结合目前的行业发展态势和政策导向,我们认为在国家产业政策的引导下,风电设备制造行业的准入门槛将大幅提高,这将有效地抑制产能过剩,推动产业结构调整和升级,促进行业的健康、持续发展。对业内具有自主研发能力且已处于领先地位的风电装备制造企业而言,这将有利于消除市场无序竞争,优化其外部发展环境。

业务运营

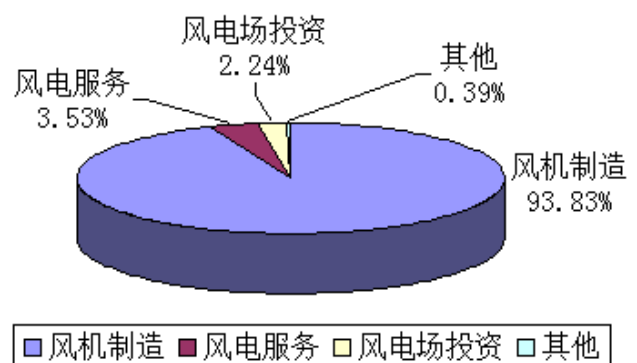
公司主营业务分为风力发电机组的制造销售,风电服务以及风电场的投资开发和销售三个板块。其中,风力发电机组的制造销售业务占比最大,该业务板块 2012 年的收入占比为 93.83%,风电服务及风电场的投资运营业务的收入占比较小,分别为 3.53%和 2.24%。2012 年,公司实现主营业务收入 112.80 亿元,同比减少 11.79%。

表 4: 公司各业务板块收入及毛利率情况

	2011 年		2012	
	收入	毛利率	收入	毛利率
风机制造	122.74	15.51%	106.26	14.01%
风电服务	3.74	26.74%	4.00	21.28%
风电场投资	1.39	60.84%	2.54	52.28%
合计	127.88	16.33%	112.80	15.13%

资料来源:公司年报,中诚信证评整理

图 2: 2012 年公司收入构成



资料来源:公司年报,中诚信证评整理

受市场需求下滑影响，公司风机销量下降，风机制造业务板块收入继续减少，但作为国内风电行业的领先企业，公司生产及研发实力较强，产品竞争优势仍然明显，行业认可度高

(1) 风电机组生产

目前，公司在国内的整机制造产能布局基本完成。截至 2012 年末，公司在北京、乌鲁木齐、酒泉、大丰、阜新、乌兰察布、哈密等地拥有多个风电机组的生产、组装基地。同时，为应对激烈的市场竞争，进一步增强对南方市场的覆盖能力、海外市场的出口能力以及海上风机的制造能力，公司于 2012 年 1 月启动江苏大丰海上风电基地二期工程，主要建设 6 兆瓦级及以上海上风电机组生产车间及国内领先、国际先进水平试验平台。

产品生产方面，公司根据不同的运行环境推出满足客户需求的系列化机组，进一步提高在细分市场的占有率及综合竞争实力。目前，公司永磁直驱风力发电机组陆续推出低温、高温、高海拔、低风速、海上及潮间带等 1.5MW 的系列化机组。同时，公司 2.5MW 的系列化开发已形成成熟的产品谱，产品线进一步丰富；2012 年 2.5MW 机组已实现批量化生产，当年实现销售占比已较 2011 年有所提高。

产品研发方面，2012 年公司 2.5MW 系列化机组的研制工作进展顺利，其中直驱永磁机组已成功通过中国电力科学研究院现场进行的零电压穿越测。同时，公司积极推进大型化机组的研发速度，截至 2012 年末，6MW 样机已经完成装配，正在进行测试，进展顺利。此外，公司正着力研发的主要针对未来海上风电市场的 10MW 机组项目——国家 863 计划支持的《超大型海上风力发电机组设计技术研究》研究课题的主要项目，各项设计工作正稳步推进。

(2) 产品销售

2012 年，因市场需求下滑，公司产品销量有所下降，全年销售风电机组 1625 台，销售容量 2583.3MW，分别较上年减少 19.19%和 16.82%。具体来看，公司 1.5MW 机组仍是主力机型，全年销量 1478 台，同时随着 2.5MW 机组开始量产，销量

上升至 147 台。由于市场竞争激烈，2012 年公司风电机组整体售价依然处于低位，对自身盈利能力产生了较大影响。

表 5：2010~2012 年公司主要产品销售情况

单位：台、亿元

	2010 年		2011 年		2012 年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
750KW	205	5.28	1	0.03	-	-
1.5MW	2,567	162.56	1,921	108.48	1,478	79.52
2.5MW	1	0.12	87	8.47	147	16.44
3.0MW	-	-	2	0.23	-	-
合计	2,773	167.96	2,011	117.21	1,625	95.96

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

海外市场拓展方面，在持续拓展美国、澳洲等成熟市场的同时，公司加大了对新兴市场的市场开发。截至 2012 年 12 月 31 日，公司投资或供货的海外项目有 12 个，总容量为 87.25MW。其中 2012 年公司海外最大风电项目澳洲 Gullen Range 风电场正式启动建设，项目容量达 165.5MW，包括 17 台 1.5MW 和 56 台 2.5MW 直驱永磁机组，该项目是澳大利亚新南威尔士州单体规模最大的风电场项目之一。此外，2012 年公司还启动了巴拿马 Penonome 项目、罗马尼亚 Miresa 项目、美国 Georgia Mountain 等多个项目。同时，公司加强了机组认证工作力度，2012 年风电机组分别获得进入北美、澳洲及欧盟市场多个专项认证，将推动公司海外市场的拓展。2012 年，公司实现海外销售收入 12.99 亿元，同比增长 7.44%。

随着永磁直驱产品技术先进性和可靠性、稳定性的广泛认可，近年公司产品竞争优势逐步显示，市场认可度也不断提高。从订单情况看，截止 2012 年 12 月 31 日，公司待执行订单总量为 4,085.75MW，包括 750kW 机组 0.75MW、1.5MW 机组 3,049.5MW、2.5MW 机组 1002.5MW、3.0MW 机组 33MW。此外，公司中标未签订单 2,514.5MW，包括 750kW 机组 6MW、1.5MW 机组 2,058MW、2.5MW 机组 447.50MW、3.0MW 机组 3MW；在手订单共计 6600.25MW。充足的订单为公司的持续发展奠定了良好的基础。

(3) 原材料采购

公司的原材料采购通过自主采购与代理采购

相结合的方式。通过多年的发展，公司与主要的供应商保持着良好的合作关系，这为业务的稳定发展奠定了基础。虽然公司制造永磁直驱风力发电机组所需的钢材、铜材、磁钢等原材料价格均较上年下降幅度较大，但因风电机组售价依然较低，公司成本压力依然较大。

公司在成本控制上采取了大量措施，包括优化供应链、规模效应降低采购成本、持续技术研发降低成本等。同时，公司也不断通过定额成本、预算成本等内部管理措施来加强管理水平，旨在持续降低成本来提高公司的盈利水平。

公司“一站式”风电服务业务体系不断强化，风电服务收入保持稳步增长，未来有望成为新的利润增长点

公司既是风电设备制造商，也是风电整体解决方案供应商。风电服务板块作为公司风电业务系统解决方案的提供平台，通过战略性整合，公司实现了一站式服务模式的提升、服务产品的创新、服务规模的扩张，初步打开了以 EPC 和技术服务为主的发展空间。

目前，公司的风电服务收入主要来自于 EPC 承包、风电售后维护等服务。截至 2012 年 12 月 31 日，公司累计维护风机数量超过 10,000 台，作为信息技术业务代表性产品的 SCADA 系统、能量管理平台累计销售分别超过 266 套和 103 套。2012 年，公司实现风电服务收入 4.00 亿元，较 2011 年增长 6.95%。未来公司的风电服务业务将持续为客户及风电企业、电力集团提供高效、优质、专业的服务支持。

总的来看，风电服务业务的开展有利于公司与主要客户维持良好的合作关系，促进公司风电机组在中国以及海外市场的销售。同时，拓展规模化的服务业务，有助于企业获得差异化的竞争优势，获得新的利润增长点。未来，随着中国风电场总体运营规模的不断扩大以及运营时间的不断增加，相应地对后期运营维护服务的需求也将增大，这为公司风电服务业务提供了良好的发展前景。

风力发电毛利率较高，且风电场转让贡献了大量投资收益，成为公司利润重要补充，但因后期投资规模仍然较大，将增加公司的资金压力

公司风电场投资、运营业务主要由公司下属北京天润新能源投资有限公司、乌鲁木齐金风天翼风电有限公司等公司负责运营和管理。截至 2012 年 12 月 31 日，公司已完工风电场装机容量 1239.5MW，约合权益装机容量 740.0MW。2012 年，公司经营的风电项目实现发电收入 25,407.17 万元，同比增加 82.91%；全年转让风电项目权益装机容量 117.5MW，实现投资收益 25,950 万元，同比下降 32.93%。

未来几年，公司将持续对风电场投资业务的投入，这将有利于公司业务结构的多元化，发挥公司的综合竞争优势，为公司带来新的盈利增长点。同时我们也关注到，风电场项目投资的资金需求较大，这将增加公司的资本支出，进而增加公司未来的债务压力。截至 2012 年 12 月 31 日，公司在建风电场项目装机容量 1115.5MW，权益装机容量 1029.6MW。

综合来看，受行业经营环境变化影响，2012 年公司风机制造板块的收入规模及产品毛利空间继续下滑；风电服务及风电场投资业务板块收入占比呈增长趋势，但占整体收入占比依然较低。从长期来看，风电行业发展空间巨大，公司依托自身在品牌、规模、技术、产品性能等方面的突出优势，未来具有良好的发展前景。尤其是，公司风机制造、风电服务和风电场投资三大业务板块能够相辅相成，互相促进，使公司在风电行业价值链多个环节中获益，对业务的整体发展提供了有力支撑。

财务分析

以下财务分析基于公司提供经安永华明会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年审计报告。所有财务数据均为合并报表口径，并且 2010 及 2011 年财务数据分别为 2011、2012 年财务报告的期初数。

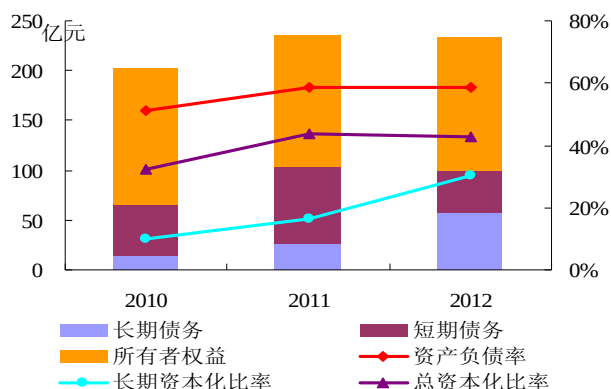
资本结构

2012 年以来，公司加强了对存货的管理，存货

规模下降较快，导致流动资产较上年下降 7.09%。但同时由于公司处置部分子公司股权，长期股权投资账面价值上升，加之风电场建设上进行了大量投资，导致非流动资产较上年增长 24.91%。整体而言，公司资产和负债规模与上年基本持平。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额及负债总额分别为 319.44 亿元和 186.58 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 58.41%和 42.83%。总体看，公司负债水平尚处于合理范围，但考虑到未来仍有较大的资本支出，负债规模仍有进一步上升的可能。

从债务结构来看，公司以前年度新增债务以短期债务居多，短期债务占比快速提升。但 2012 年 2 月公司成功发行公司债券，募集资金规模达 30 亿元，公司债务期限结构得到大幅改善。截至 2012 年 12 月 31 日，公司长短期债务分别为 57.16 亿元和 42.38 亿元，短期债务/长期债务比值由 2011 年末的 3.02 降至 0.74，财务结构的稳健性得到提升。

图 3：2010~2012 公司资本结构



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

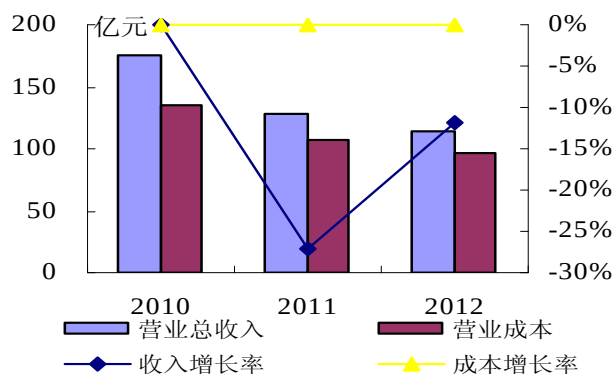
总体来看，公司债务水平尚处于合理范围，且公司债发行成功后，债券债务期限结构得到优化。但考虑到公司未来几年仍有较大规模的资本支出，其债务水平可能进一步攀升，中诚信证评将对此持续关注。

盈利能力

2012 年公司实现营业收入 113.24 亿元，同比下降 11.83%，主要因受市场竞争加剧和国家产业政策影响，风电整机销量下滑所致。从毛利率看，受市场需求减少影响，三大业务板块毛利水平平均有所下滑。2012 年，公司毛利率为 15.37%，较上年下降 1.21 个百分点。不过，随着国内风机价格的企稳

回升，公司成本控制效果的逐步显现，预计 2013 年公司整体毛利水平平稳并有望有所好转。

图 4：2010~2012 公司盈利分析



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

期间费用方面，因产品销量的减少，公司全年销售费用 8.13 亿元，同比下降 13.80%。全年管理费用 7.13 亿元，由于 2012 年公司加强成本费用管理，严控各项费用支出，管理费用同比减少 3.51%。此外，因发行 30 亿元公司债导致利息支出上升，公司全年财务费用 3.30 亿元，同比增长 32.77%。2012 年公司期间费用合计 18.56 亿元，同比下降 3.88%，但三费占比升至 16.39%，较上年提高了 1.36 个百分点。总体看，在收入、毛利下滑的背景下，期间费用虽有所下降，但占营业收入比重的上升有可能增加公司的盈利压力。

投资收益方面，2012 年公司取得投资收益 4.11 亿元，较上年下降 20.52%。此外，公司实现营业外收益 0.73 亿元，主要为政府补贴收入，较上年减少 0.94 亿元。公司当年实现净利润 1.65 亿元，同比下降 76.95%；所有者权益收益率为 1.25%，较上年也明显下滑。

整体看，受市场需求下降、产品售价低迷影响，公司收入及毛利水平下滑，加之期间费用比重上升，公司整体盈利能力持续下滑。但长期看，风电行业发展空间巨大，尤其是政府就并网管理、项目审批、技术标准及风电补贴等出台了一系列政策后，行业发展环境将逐步优化，公司凭借自身竞争优势，后期盈利状况仍有望回升。

偿债能力

近年，虽然公司资本性支出规模较大，营运资金需求也不断增加，导致债务规模逐年增长，但公司在 2012 年 2 月公司成功发行公司债券后，债务

期限结构得到显著改善，短期偿债压力大幅减小。
公司总体负债水平尚处于合理范围。

表 6：2010~2012 年公司主要财务能力指标

	2010	2011	2012
短期债务（亿元）	50.14	77.68	42.38
长期债务（亿元）	14.65	25.75	57.16
长短期债务比	3.42	3.02	0.74
总债务（亿元）	64.79	103.42	99.54
经营性净现金流（亿元）	1.86	-41.33	25.00
经营净现金流/短期债务（X）	0.04	-0.53	0.59
经营净现金流/总债务（X）	0.03	-0.40	0.25
EBITDA（亿元）	30.89	13.22	8.37
总债务/EBITDA	2.10	7.82	11.89
EBITDA 利息倍数（X）	17.42	4.04	1.77

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从现金流角度看，2012 年公司为应对市场需求持续下降及库存高企困境，加强了对市场开拓及存货管理，存货规模下降较快，导致经营活动净现金流由 2011 年的-41.33 亿元转为 25.00 亿元，经营性现金流明显改善。

偿债能力方面，经营性现金流对债务本息的覆盖能力也表现出较大的波动，2012 年经营活动净现金流/总债务指标为 0.25。但同时我们关注到，受盈利能力下降影响，2012 年公司 EBITDA 为 8.37 亿元，同比减少 36.68%。受此影响，相关 EBITDA 偿债指标有所弱化，公司总债务/EBITDA 指标升至 11.89，EBITDA 利息保障倍数降至 1.77 倍。

授信方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司共获得多家银行总计 340.00 亿元的贷款授信额度，其中，已使用授信额度为 191.00 亿元，未使用授信额度为 149.00 亿元，公司备用流动性较为充足。

或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司累计对外担保余额 2.35 亿元，占公司净资产的 1.77%，或有风险较小。

综合而言，受行业经营环境变化影响，公司盈利能力持续下滑，在一定程度上弱化了公司的偿债指标。但公司营业收入及资产规模较大，债务结构显著优化，加之融资渠道通畅，偿债能力将得到支撑。且从公司的规模实力、技术水平以及行业地位看，公司未来的整体偿债能力仍然很强。

结 论

中诚信证评维持本期公司债券的信用等级 **AA⁺**，维持金风科技主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定。

附一：新疆金风科技股份有限公司主要下属子公司情况（截至 2012 年 12 月 31 日）

公司名称	注册地	经营范围	持股比例 (%)
北京金风科创风电设备有限公司	北京市	制造研发、生产、销售大型风力发电机组及零配件	100
北京天润新能投资有限公司	北京市	项目投资、投资管理、投资咨询；技术开发、技术咨询、技术服务；销售机械设备、五金、交电	100
Goldwind Windenergy GmbH	德国汉堡市	投资投资控股	100
Vensys Energy AG	德国萨尔布吕肯市	有关风能发电技术设备的研发、生产、销售、服务和许可业务	70
Vensys Elektrotechnik GmbH	德国迪普霍尔茨市	有关风能发电技术设备的研发、生产、销售、服务和许可业务	63
通榆富汇风能有限公司	吉林白城市	风力发电、供电和售点以及开展 CDM 项目，及其它新能源的开发建设	51
北京天源科创风电技术有限责任公司	北京市	货物进出口；法律、行政法规、国务院决定禁止的，不得经营	100
哈密天润新能源有限公司	新疆哈密市	风力、太阳能发电的开发、投资经营管理	100
甘肃金风风电设备制造有限公司	甘肃酒泉市	大型风力发电机组及零部件的研发、生产、销售	100
平陆天润风电有限公司	山西省平陆县	风力发电筹建项目相关服务（不得从事生产经营）	90
塔城天润新能源有限公司	新疆塔城市	风力、太阳能开发、投资、发电	100
北京天诚同创电气有限公司	北京市	生产、研发、销售配电开关控制设备、风力发电机组的控制系统、变流器等及产品的技术服务	100
乌鲁木齐金风天翼风电有限公司	新疆乌鲁木齐	风电项目的建设、经营、管理	100
北京金风天通进出口贸易有限公司	北京市	销售机械、五金设备，货物、技术进出口	100
江苏金风风电设备制造有限公司	江苏大丰市	大型风力发电机组及零部件的研发、生产、销售	100
Tian Run USA, Inc	美国明尼苏达州	在美国境内投资、开发和运营风力发电厂	100
Goldwind New Energy (HK) Investment Limited	香港	风力发电项目的开发建设	100
Goldwind International Holdings (HK) Limited	香港	风力发电机组的制造、销售；风力发电项目的开发建设	100
Tian Run Shady Oaks, LLC	美国伊利诺伊州	风力发电；风力发电项目的开发建设	100
GSG6, LLC	美国伊利诺伊州	风力发电；风力发电项目的开发建设	100
Tian Run Australia Pty Ltd.	澳大利亚维多利亚州	投资控股、开发运营维护位于维多利亚州的 Mortonslane 风电场项目。	100
朔州市平鲁区天瑞风电有限公司	朔州市平鲁区	风电及可再生能源项目的开发、生产、经营和建设	90
金风投资控股有限公司	北京市	项目投资，投资管理	100
中宁天润风电有限公司	宁夏中宁县	风力发电及其他新能源的开发、投资、建设、管理；技术服务、咨询服务	100
内蒙古洁源风能发电有限责任公司	内蒙古阿拉善右旗	风力发电项目的开发、投资、建设、经营、管理	84
锦州全一新能源风能有限公司	辽宁锦州市	风力发电	51
科右中旗天佑新能源有限公司	内蒙兴安盟科尔沁右翼中旗	风力发电项目的投资、咨询服务	85

附二：新疆金风科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	965,819.85	761,324.17	696,176.04
应收账款净额	706,537.06	1,020,365.70	965,893.84
存货净额	439,071.60	514,823.58	351,162.60
流动资产	2,250,004.67	2,488,423.58	2,312,037.08
长期投资	32,294.21	90,340.70	139,340.98
固定资产合计	387,094.46	466,516.78	544,880.54
总资产	2,806,158.35	3,194,764.42	3,194,352.48
短期债务	501,365.85	776,770.82	423,766.71
长期债务	146,531.40	257,474.46	571,590.57
总债务（短期债务+长期债务）	647,897.25	1,034,245.28	995,357.29
总负债	1,443,068.35	1,867,913.47	1,865,790.09
所有者权益（含少数股东权益）	1,363,090.00	1,326,850.95	1,328,562.39
营业总收入	1,759,552.06	1,284,312.79	1,132,418.90
三费前利润	403,591.02	209,697.41	168,471.36
投资收益	47,620.24	51,707.66	41,096.94
净利润	238,383.76	71,798.72	16,546.84
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	308,881.08	132,174.91	83,696.28
经营活动产生现金净流量	18,641.14	-413,344.19	249,993.78
投资活动产生现金净流量	-257,537.77	-335,627.75	-230,389.30
筹资活动产生现金净流量	727,881.26	590,479.59	-116,321.51
现金及现金等价物净增加额	478,344.89	-168,777.11	-95,030.01
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	23.46	16.58	15.37
所有者权益收益率（%）	17.49	5.41	1.25
EBITDA/营业总收入（%）	17.55	10.29	7.39
速动比率（X）	1.49	1.30	1.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	-0.40	0.25
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	-0.53	0.59
经营活动净现金/利息支出（X）	1.05	-12.62	5.29
EBITDA 利息倍数（X）	17.42	4.04	1.77
总债务/EBITDA（X）	2.10	7.82	11.89
资产负债率（%）	51.43	58.47	58.41
总债务/总资本（%）	32.22	43.80	42.83
长期资本化比率（%）	9.71	16.25	30.08

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、交易性金融负债未计入短期债务，从而未反映在总债务中。

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出¹+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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益合计

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：由于公司交易性金融负债不是债务，本报告未计入公司短期债务，进而未反映在总债务中

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目（不含资本化利息），而是“营业总成本”下的“利息支出”。

附四：信用级别的符号及定义

债券信用评级级别符号及定义

级别符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）级别外，每一个信用级别可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本级别。

主体信用评级级别符号及定义

级别符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）级别外，每一个信用级别可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本级别。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。