

上海超日太阳能科技股份有限公司

**2012年10亿元公司债券
2012年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对被评债券的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。


鹏元资信评估有限公司

评级总监：周流帆

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

上海超日太阳能科技股份有限公司

2012年10亿元公司债券2012年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：负面

债券剩余期限：56个月

债券剩余规模：10亿元

跟踪评级日期：2012年06月28日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：60个月

债券发行规模：10亿元

评级日期：2011年07月13日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对上海超日太阳能科技股份有限公司（以下简称“超日太阳”或“公司”）2012年发行的10亿元公司债券的2012年跟踪评级结果为：本期公司债券信用等级维持为AA，主体长期信用等级维持为AA，评级展望调整为负面。

主要财务指标：

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
总资产（万元）	817,778.66	668,611.60	446,659.06	126,261.69
所有者权益（万元）	295,042.83	291,479.24	306,802.00	55,865.69
资产负债率	63.92%	56.41%	31.31%	55.75%
流动比率	1.52	1.25	3.16	1.15
速动比率	1.26	1.02	2.95	0.90
营业收入（万元）	55,611.18	333,258.10	268,664.93	131,824.20
营业利润（万元）	3,883.47	-4,327.62	25,627.41	19,494.19
利润总额（万元）	3,871.00	-3,856.50	26,347.73	19,915.32
综合毛利率	15.25%	18.71%	18.89%	23.72%
总资产回报率	-	1.33%	10.56%	22.06%
EBITDA（万元）	-	13,872.28	33,799.03	23,393.45
EBITDA 利息保障倍数	-	1.23	8.66	15.31
经营活动现金流净额（万元）	-61,389.75	-106,826.00	-45,966.09	3,696.82

资料来源：公司审计报告

基本观点：

- 面对光伏行业景气度不断下降的局面，公司销售模式转型为以建设电站、定向销售为主，增强了公司业务稳定性；
- 公司不断整合产业链，在建项目进展良好，规模优势有所增强；
- 公司大力开拓日本、国内市场，减少了对欧美市场依赖度，业务稳定性有所增强。

关注：

- 跟踪期内公司资产质量有所下滑，盈利大幅下降，负债大幅增加，债务压力加大；
- 公司回款账期大幅延长，且在建项目后续投资规模较大，公司目前资金压力较大；
- 以境外市场为主的市场结构和与之对应的外币结算方式使公司面临较大汇率风险。

分析师

姓名：祝超 姚煜

电话：021-51035670

邮箱：zhuch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

依据中国证券监督管理委员会《关于核准上海超日太阳能科技股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]1686号），公司公开发行10亿元公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金总额10亿元；扣除发行费用后，募集资金净额9.85亿元。

本期债券的起息日为2012年3月7日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年每年的3月7日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的3月7日。本期债券的兑付日为2017年3月7日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年3月7日。本期债券第一次付息日为2013年3月7日。

本期债券募集资金计划用4亿元偿还公司的银行贷款，剩余部分补充公司流动资金。截至2012年5月31日，公司募集资金已全部使用完毕（其中：偿还银行借款4.00亿元，补充流动资金5.85亿元）。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本情况有所变化。2011年4月18日，根据公司2010年度股东大会决议，公司以资本公积向全体股东每10股转增10股，转增后公司总股本由26,360.00万股变更为52,720.00万股，公司控股股东和实际控制人未发生变化。

截至2011年12月31日，公司总资产668,611.60万元，所有者权益291,479.24万元，资产负债率56.41%；2011年度，公司实现营业收入333,258.10万元，实现净利润-5,548.69万元，经营活动产生的现金流净额为-106,826.00万元。截至2012年3月31日，公司总资产817,778.66万元，所有者权益295,042.83万元，资产负债率63.92%；2012年1-3月，公司实现营业收入55,611.18万元，实现净利润3,588.63万元，经营活动产生的现金流净额为-61,389.75万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司各主营业务收入均有增长，2011年度实现营业收入333,258.10万元，较2010年增长24.04%，其中单晶太阳能组件业务收入增长较快，较2010年增长38.56%，占营业收入的比例也从2010年的51.82%提升至57.89%。毛利率方面，尽管单晶太阳能组

件业务毛利率有小幅提升，营业收入占比也有所提高，但由于多晶太阳能组件业务毛利率下降幅度较大，公司综合毛利率水平仍有小幅下降。

表 1 公司 2010-2011 年营业收入主要构成情况（单位：万元）

产品	2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
单晶太阳能组件	192,923.52	19.57%	139,230.69	15.84%
多晶太阳能组件	115,864.17	19.94%	105,746.33	26.74%
其他	580.79	10.56%	189.31	29.10%
主营业务收入	309,368.49	19.69%	245,166.34	20.55%
营业收入	333,258.10	18.71%	268,664.93	18.89%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，光伏行业景气度下降，公司大力拓展日本、国内市场，减少对欧美市场的依赖度，并进行销售模式转型，销售回款账期大幅延长，建设电站模式使应收账款存在减值风险

跟踪期内，受欧债危机影响，欧洲各国政府纷纷削减光伏补贴额度，且欧洲总体需求量有所下降，美国启动的“双反”调查使得美国出口呈现不确定性；供给方面，国内各大光伏企业为了获取更大的规模优势纷纷扩大产能，光伏市场需求的增长速度远低于产能扩张步伐，产能过剩，组件价格大幅下跌，行业进入了整合期，景气度下降。

面对跟踪期内严峻的市场环境，公司开始调整市场战略思路，转型销售模式。目前公司主要有普通销售、定向销售和建设电站三种销售模式。普通销售即为传统的销售模式，公司以市场价格和收款约定为基础，将组件销售给经销商或终端客户，其优点是销售回款较快，缺点是销售价格较低，利润低。定向销售模式下，公司将组件直接供应至海外客户所拥有或建设的电站，待电站完工并网后客户才支付相应组件款，此种模式对应的组件价格考虑了资金成本因素，因此销售价格高于市场价，此外，公司对部分新客户采用电站项目抵押方式，一定程度上减少了销售回款风险，但定向销售模式回款周期比普通销售模式长，平均账期在 7-9 个月。建设电站模式下，公司直接向境外合作方供应组件，并要求境外合作方采购相当于由公司拥有的电站规模的公司自产组件，其销售回款是在电站项目取得项目贷款或股权转让后，由境外合作方向公司支付，此种模式的优点是组件销售价格包含资金成本和电站投资收益的部分溢价，但组件回款时间需根据项目实际融资或转让时间来确定，账期较长，且电站能否顺利出让或取得贷款，相关应收账款能否成功收回均存在风险。

跟踪期内公司开始着力于在海内外建设电站，于 2011 年 1 月设立全资子公司香港超日

太阳能科技股份有限公司（以下简称“香港超日”）。通过与卢森堡 Sky Solar Holdings、美国 Greenleaf TNX Management、意大利 Solarprojekte GmbH Andreas Damm 三家公司合作，香港超日分别设立了 Chaori sky solar energy S. a.r.l（以下简称“超日卢森堡”）、Sunpeak universal holdings Inc（以下简称“超日美国”）和 South Italy Solar l.S.r.l（以下简称“超日意大利”）三家平台公司。公司对三家平台公司的持股比例分别为 70%、100%和 100%，但由于公司对三家平台公司不具有实际控制权，公司并未将其纳入合并报表范围。此外，公司还计划与 China solar GmbH 公司合资成立投资公司，从事太阳能电站的开发建设和运营。截至 2011 年底，超日卢森堡、超日美国、超日意大利在保加利亚、希腊、德国、美国、意大利等地共计投建了 44 家电站，计划总容量达 101.59MW。目前 44 家电站的选址、施工、与当地银行和政府的谈判等日常经营和财务管理主要由各平台公司对应的合作方负责。

跟踪期内，公司积极拓展新的市场，向日本总代理商 Chaori Solar 株式会社供应的整套光伏系统设备通过日本 J-PEC 认证，公司组件产品正式进入日本市场。依据公司与 Chaori Solar 株式会社签署的《2012 年度销售合同》，公司于 2012 年度向其销售组件 60MW，总计价款 7,500.00 万美元。通过与天华阳光控股有限公司合作，公司在日本进行 100MW 的电站建设，电站建成后公司拥有其 35%的股权。国内市场方面，公司与云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）签订了《战略合作框架协议》，约定双方在自 2012 年起的 5 年内在云南省的光伏电站合作完成 800-1,000MW 的装机容量，其中 2012 年计划完成 100MW，2013 年计划完成 100-150MW，2014 年计划完成 150-200MW，2015 年计划完成 200-250MW，2016 年计划完成 250-300MW，公司与云南能投的合作方式采用 BT 协议，电站建设前期资金由公司自筹；此外，公司与西藏国策环保工程有限公司在西藏日喀则合资设立西藏超日国策太阳能应用有限公司，开始投建西藏日喀则市甲龙沟 10MW 光伏电站项目。通过对日本、国内市场的开拓，公司减少了对欧美传统市场的依赖度，单一市场风险下降。

跟踪期内，公司通过与境外合作方及其关联公司、境外投资公司、投建电站、计划投建电站进行交易，共计确认收入 212,871.12 万元，占营业收入的 63.88%，对上述公司的应收款项账面余额共计 178,690.49 万元，其中，向上述公司销售的最终可能直接用于公司境外投资公司及投建电站的组件价款金额为 69,096.85 万元，相应销售毛利为 16,967.78 万元。此外，公司还为境外投资公司及投建电站提供共计 46 亿人民币的银行贷款担保额度。以建设电站和定向销售为主的销售模式保障了公司跟踪期内营业收入的稳定增长，但公司应收账款规模也大幅增长，给公司带来较大的资金运营压力。公司应收账款回款期限较长，如果在建电站申请贷款过程中遇到问题，相应的应收款项将面临减值风险。而如果在建电站股权转让过程

中出现问题，相应的产品销售收入将冲回，在建电站将转入固定资产运营。此外，公司境外投资公司、投建电站还面临着一定的政治风险。

表 2 2011 年公司与境外合作方及其关联公司、投建电站（含计划中）交易情况（单位：万元）

项目	确认收入	应收账款 账面余额	其他应收款 账面余额
与境外投资公司、投建电站项目进行的交易	3,621.32	2,377.62	11,104.73
与境外投资公司及投建电站合作方及其关联公司进行的交易	82,041.65	79,266.60	-
与计划合作投建电站项目公司的境外合作方及其关联公司进行的交易	85,730.82	50,798.00	-
通过进出口公司与上述公司间接进行的交易	41,477.33	35,143.54	-
合计	212,871.12	167,585.76	11,104.73

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司不断整合产业链，产能持续扩张，在建项目继续推进，后续投资规模较大，存在资金压力

跟踪期内，公司先后收购了上海卫雪太阳能有限公司、洛阳赛扬硅业有限公司 100% 的股权，以及洛阳银电光伏材料有限公司 65% 的股权，公司从硅料到组件的一体化产业链初步形成，产能配套能力有所增强。

此外，公司在建项目继续推进，洛阳基地 100MW 多晶硅太阳能电池片项目、100MW 晶体硅太阳能电池组件、50MW 单晶硅太阳能电池片项目已建成投产，年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（二期）、九江基地年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目（一期）也已基本建成，预计于 2012 年正式投产；洛阳赛阳组件车间等土建工程也已进入收尾阶段，预计 2012 年下半年试产；超日西藏项目组件已安装完成，目前正处于电力配套设施安装阶段。截至 2011 年底，公司在建项目较多，其中上海三期厂房、年产 200MW 多晶硅太阳能电池片、超日西藏等项目建设资金源自公司自有资金，尚需投入资金规模约 6.32 亿，存在一定的资金压力。

表 3 截至 2011 年底公司在建工程明细（单位：亿元）

项目	计划总投资	本期增加	转入固定资产	尚需投资	工程进度	资金来源	账面价值
年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（从硅锭到电池片）工程	0.84	0.24	0.00	0.00	99.65%	股票募集	0.43
年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（从硅锭到电池片）设备	3.97	1.72	2.02	0.01	99.85%	股票募集	0.03
年产 50MW 单晶硅太阳能电池片项目	1.88	0.10	0.12	0.00	99.99%	股票	0.00

目设备						募集	
年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目（二期）	1.65	0.28	0.00	1.35	18.27%	自有资金	0.30
年产 200MW 多晶硅太阳能电池片项目（一期）	2.85	2.39	0.00	0.46	83.86%	股票募集	2.39
上海三期厂房	2.90	0.00	0.00	2.90	0.02%	自有资金	0.00
年产 2000 吨多晶硅项目	3.00	0.41	0.00	2.59	13.55%	股票募集	0.41
赛阳组件车间、综合楼、生产调度中心等项目	0.39	0.35	0.09	0.09	76.87%	自有资金	0.26
年产 100MW 多晶硅太阳能电池片项目（从硅锭到电池片）项目（二期）	4.50	1.42	1.02	0.80	82.27%	自有资金	0.40
超日西藏项目	2.21	1.02	0.00	1.18	46.37%	自有资金	1.02
合计：	24.19	7.92	3.25	9.38	-	-	5.26

资料来源：公司审计报告

由于年产 100MW 多晶硅太阳能电池片等项目的部分投产，同时收购了上海卫雪太阳能有限公司 200MW 太阳能电池组件、洛阳银电光伏材料有限公司 50MW 单晶拉棒等生产线，公司产能持续扩张。至 2011 年底，公司晶硅太阳能电池组件、单晶硅太阳能电池片、多晶硅太阳能电池片产能分别为 271.00 MW、75.00 MW 和 95.00 MW，分别较上年增长 58.48、200.00 和 90.00 个百分点，三项产品销量分别较上年增长 55.63、223.74 和 7.53 个百分点。由于公司生产的太阳能电池片主要用于晶硅太阳能电池组件的生产，产销率保持了较高的水平，但单晶硅太阳能电池组件销量较好，单晶硅太阳能电池片的产能利用率较上年也提高了 9.91 个百分点，而多晶硅太阳能电池片产能利用率则下降了 56.77 个百分点。从对外销售的角度来看，由于采取新的销售模式，公司晶硅太阳能电池组件销售保持了较快的增速，但仍低于产能扩张速度，在光伏行业整体产能过剩的背景下，公司新增产能能否充分利用存在一定的风险。

表 4 截至 2012 年 3 月底公司产销情况（单位：MW）

晶硅太阳能电池组件	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年
产能	67.75	271.00	171.00
产量	53.62	369.00	197.48
销量	73.63	313.00	201.12
产能利用率	79.14%	136.16%	115.49%
产销率	137.32%	84.82%	101.84%
单晶硅太阳能电池片	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年

产能	12.50	75.00	25.00
产量	10.03	66.56	19.71
销量	10.03	66.56	20.56
产能利用率	80.24%	88.75%	78.84%
产销率	100.00%	100.00%	104.31%
多晶硅太阳能电池片	2012年1-3月	2011年	2010年
产能	57.50	95.00	50.00
产量	43.27	68.56	64.47
销量	42.04	68.25	63.47
产能利用率	75.25%	72.17%	128.94%
产销率	97.16%	99.55%	98.45%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要原材料、产品价格下跌，销售模式转型使公司整体毛利空间保持稳定，但客户集中度较高，以境外市场为主的市场结构使公司面临较大的汇率风险

跟踪期内，受光伏行业景气度下滑的影响，占公司成本 65%以上的硅片价格出现了大幅下降，2012 年 1-3 月的均价为 7.52 元/片，较 2010 年的均价水平降低 48.70 个百分点。在原材料价格大幅下跌的同时，公司主要产品价格也出现了大幅下跌。公司 85%以上的收入源自境外市场，2012 年 1-3 月单晶太阳能电池组件和多晶太阳能电池组件的境外平均售价分别较 2010 年下跌 44.09、36.03 个百分点。由于公司主要原材料价格下跌幅度较大，且跟踪期内公司转变销售模式，部分产品售价中包含了资金成本和投资溢价，整体毛利率水平仍保持了稳定，2011 年综合毛利率较 2010 年仅下降了 0.18 个百分点。

表 5 2010-2012 年 1-3 月公司产品平均售价情况（单位：元/W）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年
单晶太阳能电池组件(境外)	6.76	9.76	12.09
单晶太阳能电池组件(国内)	-	9.29	12.38
多晶太阳能电池组件(境外)	7.90	10.30	12.35
多晶太阳能电池组件(国内)	-	9.67	12.27

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司客户集中度有所提高，2011 年前五大客户收入占比提升至 56.73%，由于公司主要客户为境外客户或以境外客户为主的进出口贸易公司，主要市场包括德国、保加利亚、比利时、美国、意大利等国家，公司产品多以欧元、美元等外币结算。跟踪期内欧元、美元汇率出现了大幅下滑，至 2011 年底，欧元汇率为 8.16，美元汇率为 6.30，分别较上年下跌 4.86、7.31 个百分点，公司 2011 年的汇兑损益规模达 12,162.60 万元，面临较大的汇率

风险。

表 6 2010-2011 年公司前五大客户情况（单位：万元）

2011 年	收入金额	营业收入占比	2010 年	收入金额	营业收入占比
Sky International Enterprise Group Ltd	66,465.98	19.94%	China Solar GmbH	39,784.93	14.81%
China Solar GmbH	56,948.62	17.09%	Eco China Capital GmbH	31,807.81	11.84%
Plama Investment Ltd	28,782.21	8.64%	江苏开元国际集团有限公司	20,391.41	7.59%
江苏汇鸿国际集团土产进出口股份有限公司	24,245.01	7.28%	Solarprojekte GmbH Andreas	18,731.05	6.97%
上海沪南对外经济有限公司	12,617.81	3.79%	上海沪南对外经济有限公司	18,259.87	6.80%
前五大客户合计	189,059.63	56.73%	前五大客户合计	128,975.07	48.01%

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析均基于天健会计师事务所（以下简称“天健”）审计并出具标准无保留意见的 2010 年度审计报告、天健审计并出具保留意见的 2011 年度审计报告以及未经审计的 2012 年 1-3 月的公司财务报告。公司合并范围包括上海超日（九江）太阳能有限公司、香港超日等 10 家公司。

天健对公司 2011 年度审计报告出具的保留意见主要有如下两点：

1、截至 2011 年 12 月 31 日，公司账面对境外合作方及其关联公司、计划投建电站境外合作方及其关联公司的应收账款余额为 165,208.15 万元，对该等应收账款已计提坏账准备 16,847.10 万元。尽管公司已与部分上述境外公司及其关联方就该等应收账款回收计划达成一致意见，但由于欧债危机对电站项目融资造成的影响以及对电站项目所在地区太阳能补贴政策造成的不确定性，天健认为公司能否收回以及何时收回该等应收账款仍存在不确定性。

2、公司于 2011 年度销售的晶硅太阳能组件最终可能用于其投资或拟投资的境外电站。对该等可能最终用于公司投资或拟投资的境外电站的晶硅太阳能组件于 2011 年度确认的销售收入及相应的销售毛利数据，天健未能获取充分、适当的审计证据加以核实。

财务分析

跟踪期内，公司资产规模快速增加，整体资产质量有所下滑，盈利规模大幅下降，负债大幅增加，债务压力加大；公司经营活动现金流表现较差，投资活动支出大，资金压力较大

截至 2011 年底，公司总资产规模 668,611.60 万元，较上年增长 49.69%，主要是由于公司应收账款的大幅增加。公司总资产仍以流动资产为主，但随着公司在建项目建设进程的推进，公司非流动资产占比有所提高。

跟踪期内，公司流动资产中应收账款和存货增幅较大，非流动资产中固定资产和长期股权投资增幅较大，资产流动性下降。至 2011 年底公司应收账款规模达 221,079.98 万元，较上年增长 240.16%，这主要是由于公司转变销售方式，在建设电站以及定向销售模式下，公司收入及应收账款账期大幅延长所致，对此，公司已计提了 21,145.96 万元的坏账准备。尽管公司已与 China Solar GmbH、Sky Solar、Plama Investment EooD、Solarprojekte GmbH、Eco China Capital GmgH 等公司及其关联方就该等应收账款的回收计划达成一致意见，计划于 2012 年前回收 186,466,324.81 欧元、11,762,481.88 美元的应收账款，按照 2012 年 5 月底的汇率，上述资金折合人民币共计 158,270.36 万元，但由于欧债危机对电站项目融资造成的影响以及对电站项目所在地区太阳能补贴政策造成的不确定性，公司境外应收账款能否收回，以及何时收回仍存在较大不确定性，面临较大的回收风险。对于公司应收账款的可回收性，天健也出具了保留意见。跟踪期内，公司产能持续扩张，电站建设和定向销售模式使得公司销量继续增长，存货和在建工程规模也大幅增长，其资产质量受公司投建电站销售回款影响较大，存在一定的跌价风险。由于对诸如超日卢森堡、超日意大利等境外投资公司不具有实际控制权，公司将其确认为长期股权投资。由于公司新增产能未能得到充分利用，而境外投资公司能否成功实现股权转让或获取贷款存在一定的不确定性，公司整体资产质量下滑。

表 7 2010-2012 年 1-3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年 1-3 月		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	585,810.42	71.63%	445,229.07	66.59%	385,044.35	86.21%
货币资金	115,357.16	14.11%	60,033.53	8.98%	249,287.49	55.81%
应收账款	263,447.67	32.22%	221,079.98	33.07%	64,993.78	14.55%
预付款项	68,432.64	8.37%	48,688.33	7.28%	31,782.75	7.12%

其他应收款	36,230.50	4.43%	34,297.44	5.13%	12,912.96	2.89%
存货	101,631.93	12.43%	80,152.65	11.99%	25,751.29	5.77%
非流动资产合计	231,968.23	28.37%	223,382.52	33.41%	61,614.70	13.79%
长期股权投资	49,449.47	6.05%	49,500.89	7.40%	0.00	0.00%
固定资产	115,629.22	14.14%	102,736.91	15.37%	45,832.27	10.26%
在建工程	47,973.18	5.87%	52,573.44	7.86%	11,255.33	2.52%
资产总计	817,778.66	100.00%	668,611.60	100.00%	446,659.06	100.00%

资料来源：公司审计报告

表 8 截至 2012 年 5 月底公司应收账款回收计划情况

项目	欧元 (€)	美元 (\$)
2012 年 4 月	1,000,000.00	0.00
2012 年 5 月	34,770,000.00	0.00
2012 年 6 月	34,187,693.64	1,405,677.00
2012 年 7 月	20,931,404.80	0.00
2012 年 8 月	21,454,824.02	0.00
2012 年 9 月	33,136,687.18	10,356,804.88
2012 年 10 月	17,963,566.18	0.00
2012 年 11 月	23,022,149.00	0.00
合计：	186,466,324.81	11,762,481.88

资料来源：公司提供

收入方面，2011 年公司转变销售模式，营业收入保持了稳定增长，2011 年营业收入规模达 333,258.10 万元，较上年增长 24.04%。但公司营业收入中最终可能用于公司境外投资公司及投建电站的组件价款金额为 69,096.85 万元，相应销售毛利为 16,967.78 万元，对该等可能最终用于公司投资或拟投资的境外电站的晶硅太阳能组件而于 2011 年度确认的收入及相应的销售毛利数据，天健未能获取充分、适当的审计证据加以核实，出具了保留意见。毛利率方面，由于电站建设模式下产品售价包括了投资溢价，定向销售模式下产品售价包括了资金成本，在光伏行业景气度下滑，原材料和产品价格下跌的背景下，公司 2011 年毛利率水平保持了稳定。期间费用率方面，由于欧元、美元汇率下跌，公司汇兑损益规模较大，财务费用规模上升了 263.62%，2011 年的期间费用率也较上年提高了 5.22 个百分点。由于确认了较大规模的应收账款减值准备和汇兑损失，公司净利润规模大幅减少，较上年减少 125.29%，整体盈利规模大幅下滑。

表 9 2010-2012 年 1-3 月公司主要盈利能力指标

项目	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年
营业收入（万元）	55,611.18	333,258.10	268,664.93
营业利润（万元）	3,883.47	-4,327.62	25,627.41

利润总额（万元）	3,871.00	-3,856.50	26,347.73
净利润（万元）	3,588.63	-5,548.69	21,941.91
综合毛利率	15.25%	18.71%	18.89%
期间费用率	8.04%	13.33%	8.11%
总资产回报率	-	1.33%	10.56%

资料来源：公司审计报告

运营效率方面，由于建设电站和定向销售模式的回款周期较传统的销售模式长，公司应收账款周转天数有所延长，整体运营效率降低。

表 10 2010-2011 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2011 年	2010 年
应收账款周转天数	154.53	62.20
存货周转天数	70.36	35.28
应付账款周转天数	78.90	31.87
净营业周期	145.99	65.60
流动资产周转天数	448.45	310.87
固定资产周转天数	80.25	52.07
总资产周转天数	602.38	383.85

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，由于确认了较大规模的应收账款减值准备和汇兑损失，公司净利润规模大幅减少，较上年减少 125.29%。此外，随着销售模式的转变，公司销售回款周期延长，营运资本占用资金规模较上年增长 58,230.58 万元，公司经营活动现金流表现较差，经营活动现金流量净额较 2010 年减少了 60,859.91 万元。由于跟踪期内公司在建工程继续推进，并且随着电站建设模式的发展，跟踪期内公司投资活动现金净流出量规模也较大，较上年增长 160,695.01 万元。由于本期偿还借款支付的现金较多，公司筹资活动现金流入规模较上年减少了 222,806.53 万元。整体来看，由于经营活动现金流表现较差、投资活动现金净流出规模增加，公司现金及现金等价物净增加额 2011 年表现为净流出 201,536.77 万元，较 2010 年减少 444,361.44 万元。

表 11 2010-2011 年公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年
净利润	-5,548.69	21,941.91
非付现费用	27,870.20	5,981.02
非经营损益	6,691.82	3,719.72
FFO	29,013.32	31,642.65
营运资本变化	-135,839.32	-77,608.74

其中：存货减少（减：增加）	-56,311.04	-8,610.51
经营性应收项目的减少（减：增加）	-194,317.30	-54,114.36
经营性应付项目增加（减：减少）	114,789.02	-14,883.87
经营活动现金流量净额	-106,826.00	-45,966.09
投资活动现金流量净额	-181,976.87	-21,281.86
筹资活动现金流量净额	87,266.10	310,072.62
现金及现金等价物净增加额	-201,536.77	242,824.68

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司于 2012 年 3 月成功发行 5 年期 10 亿元公司债券，非流动负债占比由 2010 年的 5.39% 提升至 26.50%，公司债务结构得到一定改善。至 2011 年底，负债规模提升至 377,132.36 万元，较上年增长 169.66%。随着短期借款、长期借款、应付债券等有息债务规模的扩大，公司债务压力加大。由于公司负债以流动负债为主，且公司整体资产质量下滑，短期内公司资金压力较大，其还本付息能力取决于应收账款的回收情况。

表 12 2010-2012 年 1-3 月公司主要偿债能力指标

项目	2012 年 1-3 月	2011 年	2010 年
资产负债率	63.92%	56.41%	31.31%
流动比率	1.52	1.25	3.16
速动比率	1.26	1.02	2.95
EBITDA 利息保障倍数	-	1.23	8.66

资料来源：公司审计报告

五、评级结论

跟踪期内，光伏行业景气度下降，主要原材料、产品价格下跌，公司大力拓展日本、国内市场，销售模式转型为以建设电站和定向销售为主，综合毛利率水平较为平稳，但新的销售模式回款账期大幅延长，公司运营资金压力加大。天健对公司对可能用于投资和拟投资的境外电站建设的产品销售所确认的收入以及较大规模的应收账款的可回收性出具了保留意见，且公司以境外市场为主的市场结构和与之对应的外币结算方式使公司面临较大的汇率风险。此外，通过不断整合产业链，公司产能持续扩张，但新增产能未得到充分利用，随着在建项目继续推进，后续投资规模较大，存在资金压力。

基于以上情况，鹏元证券评级评审委员会评定公司主体长期信用等级维持为 AA，本期债券信用等级维持为 AA，评级展望调整为负面。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
货币资金	115,357.16	60,033.53	249,287.49	17,700.59
交易性金融资产	0.00	0.00	316.08	0.00
应收票据	0.00	30.00	0.00	0.00
应收账款	263,447.67	221,079.98	64,993.78	27,840.09
预付款项	68,432.64	48,688.33	31,782.75	12,391.12
其他应收款	36,230.50	34,297.44	12,912.96	4,067.77
存货	101,631.93	80,152.65	25,751.29	16,956.85
其他流动资产	710.52	947.14	0.00	0.00
流动资产合计	585,810.42	445,229.07	385,044.35	78,956.41
长期股权投资	49,449.47	49,500.89	0.00	270.00
固定资产	115,629.22	102,736.91	45,832.27	31,892.93
在建工程	47,973.18	52,573.44	11,255.33	4,268.13
无形资产	11,091.76	11,041.01	2,504.11	6,969.94
开发支出	605.13	0.00	0.00	0.00
商誉	529.31	529.31	23.17	2,910.45
长期待摊费用	1,051.22	1,079.66	805.32	158.70
递延所得税资产	5,638.94	5,921.30	1,194.50	835.13
非流动资产合计	231,968.23	223,382.52	61,614.70	47,305.28
资产总计	817,778.66	668,611.60	446,659.06	126,261.69
短期借款	233,259.85	220,788.67	107,558.72	37,527.67
交易性金融负债	746.65	0.00	0.00	0.00
应付票据	23,922.93	7,708.92	3,168.30	9,793.61
应付账款	104,736.16	98,238.29	9,636.46	15,988.29
预收款项	7,001.58	13,632.78	506.58	98.87
应付职工薪酬	572.93	506.79	463.57	268.96
应交税费	-4,587.51	-2,637.46	-5.45	527.71
应付利息	1,126.11	749.23	136.12	66.92
其他应付款	17,441.27	17,828.36	212.20	4,618.73
流动负债合计	384,219.97	356,815.57	121,676.48	68,890.76
长期借款	15,000.00	4,000.00	0.00	0.00
应付债券	98,515.83	0.00	0.00	0.00
长期应付款	20,786.73	12,709.50	15,767.46	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	79.02	0.00
其他非流动负债	4,213.29	3,607.29	2,334.09	1,505.24
非流动负债合计	138,515.86	20,316.79	18,180.57	1,505.24
负债合计	522,735.83	377,132.36	139,857.05	70,396.00

实收资本	52,720.00	52,720.00	26,360.00	19,760.00
资本公积	199,711.66	199,711.66	226,071.66	4,009.66
盈余公积	7,549.51	7,549.51	5,294.78	3,607.31
未分配利润	34,302.95	30,681.83	48,812.75	28,456.60
外币报表折算差额	-236.24	-211.20	-80.90	0.00
少数股东权益	994.95	1,027.44	343.70	32.12
归属于母公司所有者权益合计	294,047.88	290,451.80	306,458.30	55,833.57
所有者权益合计	295,042.83	291,479.24	306,802.00	55,865.69
负债和所有者权益总计	817,778.66	668,611.60	446,659.06	126,261.69

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
一、营业总收入	55,611.18	333,258.10	268,664.93	131,824.20
营业收入	55,611.18	333,258.10	268,664.93	131,824.20
二、营业总成本	50,577.86	336,700.35	242,441.22	112,622.97
营业成本	47,131.97	270,917.36	217,927.30	100,549.95
营业税金及附加	99.79	191.63	305.38	142.68
销售费用	652.61	5,656.63	3,880.75	1,550.10
管理费用	3,959.87	15,054.57	11,374.70	6,338.70
财务费用	-139.40	23,712.60	6,521.28	1,734.38
资产减值损失	-1,126.99	21,167.58	2,431.81	2,307.16
公允价值变动净收益	-746.65	0.00	316.08	320.16
投资收益	-403.20	-885.37	-912.39	-27.20
三、营业利润	3,883.47	-4,327.62	25,627.41	19,494.19
加：营业外收入	3.85	623.48	812.39	425.69
减：营业外支出	16.33	152.36	92.07	4.57
其中：非流动资产处置净损失	0.00	54.85	2.93	0.00
四、利润总额	3,871.00	-3,856.50	26,347.73	19,915.32
减：所得税	282.36	1,692.20	4,405.82	2,919.58
五、净利润	3,588.63	-5,548.69	21,941.91	16,995.73
减：少数股东损益	-32.48	-69.82	-101.71	-4.47
归属于母公司所有者的净利润	3,621.12	-5,478.88	22,043.63	17,000.21
六、其他综合收益	-25.04	-130.30	-80.90	0.00
七、综合收益总额	3,563.59	-5,678.99	21,861.01	16,995.73
归属于母公司所有者的综合收益总额	-3,596.08	-5,609.18	21,962.73	17,000.21
归属于少数股东的综合收益总额	-32.48	-69.82	-101.71	-4.47

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012年1-3月	2011年	2010年	2009年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	40,403.53	186,599.83	247,019.75	116,265.63
收到的税费返还	3,304.05	44,246.37	20,643.87	13,829.56
收到其他与经营活动有关的现金	6,336.76	16,910.35	15,741.45	21,509.41
经营活动现金流入小计	50,044.34	247,756.55	283,405.07	151,604.60
购买商品、接受劳务支付的现金	98,477.93	285,498.59	301,341.07	110,393.30
支付给职工以及为职工支付的现金	3,226.73	10,274.85	5,936.04	3,333.57
支付的各项税费	3,152.79	9,908.19	10,144.33	6,757.17
支付其他与经营活动有关的现金	6,576.63	48,900.92	11,949.73	27,423.74
经营活动现金流出小计	111,434.09	354,582.55	329,371.16	147,907.78
经营活动产生的现金流量净额	-61,389.75	-106,826.00	-45,966.09	3,696.82
二、投资活动产生的现金流量：				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.34	68.16	35.74	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	3,042.56	198.24
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	692.95	270.56	109.61
投资活动现金流入小计	1.34	761.10	3,348.86	307.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,191.70	127,766.57	24,630.72	17,894.76
投资支付的现金	1,649.69	49,111.65	0.00	270.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	5,859.75	0.00	2,883.69
投资活动现金流出小计	17,841.39	182,737.97	24,630.72	21,048.46
投资活动产生的现金流量净额	-17,840.04	-181,976.87	-21,281.86	-20,740.60
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	200.00	230,140.53	8,533.00
取得借款收到的现金	133,959.89	310,601.38	148,613.51	41,508.66
发行债券收到的现金	98,500.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	15,017.87	17,650.00	0.00
筹资活动现金流入小计	232,459.89	325,819.24	396,404.04	50,041.66
偿还债务支付的现金	105,515.80	199,281.43	78,582.46	25,784.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,618.93	20,086.22	3,035.80	1,548.78
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	19,185.50	4,713.15	9,216.43
筹资活动现金流出小计	109,134.73	238,553.14	86,331.41	36,549.65
筹资活动产生的现金流量净额	123,325.15	87,266.10	310,072.62	13,492.01
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	44,095.36	-201,536.77	242,824.68	-3,551.77

期初现金及现金等价物余额	44,337.81	245,874.57	3,049.90	6,601.67
期末现金及现金等价物余额	88,433.16	44,337.81	245,874.57	3,049.90

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2011年	2010年	2009年
净利润	-5,548.69	21,941.91	16,995.73
加：资产减值准备	21,406.42	2,431.81	2,307.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,024.41	3,483.75	1,907.76
无形资产摊销	190.02	38.33	20.41
长期待摊费用摊销	249.35	27.13	21.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	40.21	1.71	0.00
公允价值变动损失	0.00	-316.08	-320.16
财务费用	10,572.06	3,402.05	1,303.74
投资损失	885.37	912.39	27.20
递延所得税资产减少	-4,726.80	-359.37	-517.50
递延所得税负债增加	-79.02	79.02	0.00
存货的减少	-56,311.04	-8,610.51	-8,283.52
经营性应收项目的减少	-194,317.30	-54,114.36	-24,740.70
经营性应付项目的增加	114,789.02	-14,883.87	14,974.91
经营活动产生的现金流量净额	-106,826.00	-45,966.09	3,696.82
现金的期末余额	44,337.81	245,874.57	3,049.90
减：现金的期初余额	245,874.57	3,049.90	6,601.67
现金及现金等价物净增加额	-201,536.77	242,824.68	-3,551.77

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	流动资产周转天数	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	净营业周期	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转天数	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
	速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，上海超日太阳能科技股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，上海超日太阳能科技股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与上海超日太阳能科技股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如上海超日太阳能科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海超日太阳能科技股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对上海超日太阳能科技股份有限公司进行电话访

谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送上海超日太阳能科技股份有限公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

2012年06月28日

