

上海超日太阳能科技股份有限公司

**2011 年 10 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告**



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

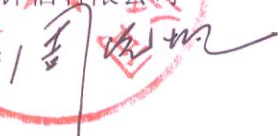
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 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

2011 年 10 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

本次评级结果：

本期公司债券信用等级：CCC

主体长期信用等级：CCC

评级展望：稳定

债券剩余期限：45 个月

债券剩余规模：10 亿元

评级日期：2013 年 5 月 18 日

上次评级结果：

本期公司债券信用等级：BBB+

主体长期信用等级：BBB+

评级展望：负面

债券剩余期限：46 个月

债券剩余规模：10 亿元

评级日期：2013 年 4 月 10 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10亿元公司债券的定期跟踪评级结果为：本期公司债券信用等级下调为CCC，主体长期信用等级下调为CCC，评级展望调整为稳定。

主要财务指标：

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	728,738.73	757,574.76	720,971.76	446,659.06
归属于母公司所有者权益（万元）	84,416.60	111,173.15	284,013.12	306,458.30
资产负债率	87.27%	84.21%	57.99%	31.31%
流动比率	0.72	0.78	1.12	3.16
速动比率	0.66	0.71	0.92	2.95
营业收入（万元）	9,421.02	163,796.70	238,741.38	268,664.93
营业利润（万元）	-26,311.44	-177,300.14	-10,687.37	25,627.41
利润总额（万元）	-26,368.78	-172,141.57	-7,302.99	26,347.73
综合毛利率	-59.87%	-30.73%	17.14%	18.89%
总资产回报率	-	-19.78%	0.91%	10.56%
EBITDA（万元）	-	-127,164.15	11,750.73	33,799.03
EBITDA 利息保障倍数（万元）	-	-4.72	0.93	8.66
经营活动净现金流净额（万元）	-6,954.02	-9,102.26	-98,753.11	-45,966.09

数据来源：公司提供

正面：

- 国家近期出台了一系列光伏行业支持政策，光伏产品价格有所回升；
- 公司海外电站已基本并网，转让事宜仍在继续推进。

关注：

- 受欧、美主要光伏市场“双反”等因素影响，我国光伏行业境外需求增速下滑，产品价格大幅下跌；
- 公司主要股东股权质押比例较高，控股股东股权转让计划被暂停，重组事项无实质进展；
- 公司目前营运资金欠缺，融资环境较差，生产开工率低，经营较为困难；
- 锦国兴能否顺利投产存在一定风险；
- 海外电站资产转让进展缓慢，资金回笼存在较大不确定性；
- 会计师事务所对公司审计报告出具了保留意见；
- 公司应收账款规模大，回款周期长，存在较大坏账风险；
- 公司固定资产和在建工程规模较大，由于当前光伏行业景气度不高，存在减值风险；
- 公司资产负债率较高，债务水平大幅提升；
- 公司有息债务规模较大，多笔银行借款逾期；
- 公司应付账款规模较大，部分供应商货款存在拖欠；
- 受欧美“双反”、产品价格大幅下跌及公司开工率低等因素影响，公司营业收入及毛利率水平大幅下降；
- 公司现金经营活动现金生产能力较弱，营运资金短缺；
- 公司主要银行账户及部分生产设备被冻结，日常经营受到较大不利影响；
- 本期债券的追加担保措施存在一定的瑕疵，增信效果有限；
- 公司未决诉讼较多，涉诉金额较大。

分析师

姓名：吴进发 祝 超

电话：021-51035670

邮箱：wujf@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，票面利率为8.98%；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。本期债券的到期兑付日为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。截至2013年4月30日，本期债券首期利息已经支付，具体本息兑付情况见下表。

表1 截至2013年4月30日债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金金额
2013年3月7日	100,000.00	0	8,980.00	100,000.00
合计	100,000.00	0	8,980.00	100,000.00

资料来源：公司提供

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2013年4月30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，依据《2011年利润分配预案》，公司以资本公积金向全体股东每10股转增6股，注册资本及实收资本增加至84,352.00万元；公司实际控制人为倪开禄，未发生变化；公司高层管理人员未发生重大人事变动。

2013年1月30日，公司发表公告称控股股东倪开禄、倪娜（与倪开禄系父女关系）拟向青海省木里煤业开发集团有限公司（以下简称“木里煤业”）转让部分股权；2013年3月1日，木里煤业实际控制方青海省国有资产投资有限公司发布公告，称基于风险控制原因，不支持木里煤业受让公司股份，而木里煤业亦于当天向公司发函表达了暂停合作的意向，公司的控股股东股权转让计划被暂停。目前，公司仍在寻求合适的战略投资者，但仍无实质性

进展。此外，公司主要股东股权质押比例较高，截至 2012 年年报出具日（即 2013 年 4 月 24 日），公司主要股东倪开禄、倪娜、张正权、周红芳、苏维利的股权基本都用于质押，质押股权占其持股份额的比例分别为 99.95%、99.92%、99.60%、100%和 98.83%，此外，倪开禄 1,527.88 万股股份被冻结，五位股东持股比例合计为 48.68%。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产 757,574.76 万元，归属于母公司所有者权益 111,173.15 万元，资产负债率 84.21%；2012 年度，公司实现营业收入 163,796.70 万元，利润总额-172,141.57 万元，经营活动产生的现金流净额为-9,102.26 万元。

三、经营与竞争

受欧美“双反”、产品价格下跌、开工率低等因素影响，公司营业收入和毛利率大幅降低

公司营业收入主要来自太阳能组件及电池片销售，受美国、欧盟“双反”及主要光伏应用国家下调光伏补贴影响，国内光伏市场境外需求增速下滑，产品价格大幅下跌。依据 wind 资讯数据，晶硅光伏组件价格由 2012 年初的 0.95 美元/W 下跌至 0.65 美元/W，跌幅达 31.58%。2012 年我国新增装机容量预计达到 4.8GW，依据能源局调整后的“十二五”规划，至 2015 年我国太阳能发电装机容量目标从 21GW 上调至 35GW，并出台了一系列政策支持光伏行业发展。2013 年我国的光伏新增装机目标为 10GW，约为 2012 年的两倍，截至 2013 年 5 月中旬，晶硅光伏组件价格较年初价格上涨 10.77%，至 0.72 美元/W。由于缺乏营运资金，公司正常生产受到影响，开工率较低，产销规模大幅下降。受上述因素影响，2012 年公司共计实现营业收入 154,507.26 万元，较上年大幅下降 31.39%。由于产品价格下跌幅度较大，公司主要产品毛利率也有所下降，综合毛利率水平较 2011 年下降了 47.87 个百分点。由于公司目前产品主要销往欧洲市场，未来产品出口受到欧盟“双反”的不利影响较大。

表 2 2011-2012 年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
单晶太阳能组件	71,944.70	-23.56%	193,351.76	23.36%
多晶太阳能组件	70,947.21	-54.72%	17,091.03	9.22%
电池片等	1,996.17	-23.56%	366.44	19.62%
供电收入	9,619.18	51.73%	4,036.69	-180.86%
主营业务收入	154,507.26	-33.18%	214,845.92	18.39%

资料来源：公司提供

除太阳能组件及电池片的销售外，公司位于美国、意大利等国家的海外电站已并网，并于 2012 年实现电费收入 9,619.18 万元，随着希腊等国电站的陆续并网，后续电站收入规模较有保障。

公司海外电站处置情况不佳，主要在建项目和生产计划处于暂停状态，目前经营以代工业务为主，代工规模较小，开工率很低，经营较困难

截至 2012 年底，公司共计投建海外电站 59 个，总装机容量 123.57MW，目前已基本实现并网。公司计划出售位于美国、意大利和希腊等地的电站以回笼现金，拟采取整体转让电站股权的转让模式。目前，被纳入处置范围的海外电站（除位于希腊的电站外）不同程度上都存在未结清借款，例如，位于意大利的电站被用于与当地银行的融资租赁业务。对于存在未结清债务的海外电站，公司与购买方达成股权转让协议后需取得相应借款机构的同意，并需要与相应借款机构洽谈偿还部分（甚至全部）借款本金事宜，公司实际能够回笼的货币资金规模面临较大不确定性。近期，保加利亚和希腊政府先后对光伏电站入网出台方案拟征收高额税收，公司位于上述地区的电站的处置难度或因此加大。公司海外电站处置计划目前尚处于洽谈阶段，公司 2012 年年报显示，南意大利电站投资平台对其持有的 9 个电站项目，共计 12MW 的股权拟签署转让协议，转让价格为 2,494.8 万欧元，转让对价支付方式为自 2013 年 12 月 20 日起分十期按年等额支付，公司董事会正在对该事项进一步核实，鹏元认为，9 个电站转让对价支付周期较长，对公司流动性困境的缓解作用不明显，且其转让价格较低，其具体签署协议时间和资金回笼规模、速度仍存在不确定性。

鉴于公司目前处于流动性困境，主要供应商要求公司全额预付原材料采购价款，公司正常生产经营受到较大不利影响，主要在建产能扩张项目和生产计划都处于暂停状态。公司于 2012 年底收购青海锦国兴新能源科技有限公司（以下简称“锦国兴”）60%的股权，拟通过锦国兴向青海天华阳光生产并供应 200MW 的太阳能电池组件。目前，锦国兴生产设备已调试完毕，但由于缺乏生产资金，尚未投产，公司目前难以提供资金支持，能否投产存在一定不确定性。

公司目前主要是从事代工业务，由委托方预付原材料款，公司采购原材料后组织生产并收取加工费，该业务几乎不占用自有资金。2013 年一季度，公司月均代工收入规模约 3,000 万元，代工规模较小，开工率很低，公司整体经营仍较为困难。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析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、大信会计师事务所（以下简称“大信”）审计并出具保留意见的 2012 年度审计报告以及未经审计的 2013 年一季报，公司财务报告采用新会计准则编制。2012 年度，公司新增纳入合并范围子公司 1 家（Sunperfect Solar, Inc）。此外，跟踪期内，公司根据《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》对 2011 年度会计差错进行调整，将公司持有的海外电站投资平台公司及子公司均纳入合并范围。会计师事务所对公司审计报告出具保留意见的原因，以及公司会计差错变更事项的具体信息见附录七和附录八。

资产结构与质量

公司主要资产受限程度较高，存在减值风险，整体资产质量不佳

截至 2012 年末，公司总资产规模为 757,574.76 万元，较上年增长 5.08%，其中，非流动资产占比为 56.05%。由于业绩亏损，2013 年一季度公司资产规模略有下降。

跟踪期内，由于应收账款回收情况不佳，2012 年底公司应收账款账面原值增长至 26.60 亿元，较上年增长 9.23%，公司对应收账款共计计提减值准备 5.20 亿元，鉴于光伏行业融资环境整体欠佳，公司应收账款回收风险较高，大信亦对公司应收账款的可回收性及坏账准备计提的合理性出具了保留意见（公司应收账款前五大客户明细见附录九）。由于公司将海外电站纳入合并范围，公司 2012 年末固定资产较上年末大幅上涨 135.73%，期末价值为 267,122.34 万元，在建工程较上年末上涨 35.28%，期末价值为 71,119.54 万元，由于目前光伏行业处于低谷，公司固定资产及在建工程存在减值风险，公司于 2012 年分别计提固定资产减值准备 18,490 万元、6,071.63 万元，此外，公司固定资产中部分厂房、生产设备等资产已被查封。

表 3 公司 2011-2012 年及 2013 年一季度主要资产构成（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9,570.83	1.31%	20,905.86	2.76%	67,551.41	9.37%
应收账款	214,035.26	29.37%	214,020.82	28.25%	224,231.45	31.10%

流动资产合计	306,156.53	42.01%	332,965.75	43.95%	437,569.37	60.69%
固定资产	269,072.14	36.92%	267,122.34	35.26%	113,315.38	15.72%
在建工程	74,820.30	10.27%	71,119.54	9.39%	52,573.44	7.29%
非流动资产合计	422,582.20	57.99%	424,609.01	56.05%	283,402.39	39.31%
资产总计	728,738.73	100.00%	757,574.76	100.00%	720,971.76	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司资产中货币资金规模较低，主要资产减值风险较大，且主要银行账户、资产被冻结，受限程度较高，整体资产质量不佳。

资产运营效率

跟踪期内，公司资金回笼速度大幅延长，运营效率大幅度下降

运营效率方面，由于光伏行业整体经营环境不佳，公司资金回笼速度大幅延长，营运资本占用资金规模较高，且代工规模较小，开工率较低，营业收入规模大幅下降，主要运营效率指标都大幅弱化。2012 年公司净营业周期由上年末的 172.98 天延长至 273.38 天，总资产周转天数由 880.34 天延长至 1,624.81 天。

表 4 公司 2011-2012 年资产运营效率指标（单位：天）

项目	2012 年	2011 年
应收账款及应收票据周转天数	482.83	218.13
存货周转天数	93.53	97.04
应付账款及应付票据周转天数	302.98	142.18
净营业周期	273.38	172.98
流动资产周转天数	846.76	620.21
固定资产周转天数	418.07	119.99
总资产周转天数	1,624.81	880.34

资料来源：公司提供

盈利能力

公司营业收入大幅减少，业绩大幅亏损，后续收入保障度较低

2012 年度国内光伏市场景气度持续低迷，受欧美“双反”等因素影响，境外需求增速下滑，光伏产品价格大幅下跌，此外，由于缺乏营运资金，公司正常生产受到影响，开工率较低，产销规模随之下降，公司 2012 年营业收入大幅下降至 16.38 亿元，较上年大幅减少 31.39%。由于公司代工规模偏小，且缺乏营运资金生产自营订单，公司后续收入保障度不高。此外，公司综合毛利率水平亦受产品价格下跌影响，下降了 47.87 个百分点。

2012 年度，公司将超日香港及其下属的 4 家平台公司在海外建设的 44 家平台公司以及 sunperfect 纳入合并报表，对自建电站的销售收入也被追溯调整，由于 2012 年度内，主要海外电站尚处于建设期，存在一定的业务亏损；同时，公司产能规模较大，制造费用较高，但开工率较低，且较高的负债规模使得财务费用规模继续增长，而海外子公司纳入合并范围亦使得公司管理费用大幅抬升，受上述因素共同影响，公司 2012 年净利润亏损 17.52 亿元，较上年大幅减少 16.40 亿元。

表 5 公司 2011-2012 年及 2013 年一季度盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
营业收入	9,421.02	163,796.70	238,741.38
期间费用	21,648.66	56,078.10	40,266.63
营业利润	-26,311.44	-177,300.14	-10,687.37
政府补助	-	5,435.93	3,514.14
利润总额	-26,368.78	-172,141.57	-7,302.99
净利润	-26,368.78	-175,232.96	-11,203.17
综合毛利率	-59.87%	-30.73%	17.14%
期间费用率	229.79%	34.24%	16.87%
总资产回报率	-	-19.78%	0.91%

资料来源：公司提供

现金流

公司融资环境较差，应收货款回笼速度大幅降低，投资活动无力持续，现金流表现为持续的净流出状态，资金极度匮乏，正常生产经营受到较大不利影响

由于货款回笼资金周期大幅延长，且业绩亏损规模较大，公司经营活动现金流量净额依然表现为净流出，2011 年-2013 年 3 月经营活动现金流量净流出规模共计达 11.48 亿元。目前，公司经营活动现金极度匮乏，主要银行账户被冻结，已无力支持正常生产。

由于缺乏资金，公司在建项目基本被暂停，投资活动现金流出规模有所减少。由于多笔银行借款逾期，公司融资环境较差，2013 年筹资活动现金流预计将大幅减少。

表 6 公司 2011-2012 年及 2013 年一季度现金流主要指标（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
净利润	-26,368.78	-175,232.96	-11,203.17
非付现费用	-	88,878.36	16,729.40
非经营损益	-	29,722.32	8,006.43
FFO	-	-56,632.28	13,532.66
营运资本变化	-	47,530.02	-112,016.62

其中：存货减少（减：增加）	-	39,561.55	-53,397.78
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-23,856.99	-198,183.16
经营性应付项目增加（减：减少）	-	31,825.46	139,564.33
经营活动现金流量净额	-6,954.02	-9,102.26	-98,753.11
投资活动现金流量净额	-1,402.11	-166,100.89	-202,671.75
筹资活动现金流量净额	-1,083.72	135,337.16	107,405.97
现金及现金等价物净增加额	-9,439.85	-39,865.99	-194,018.89

资料来源：公司提供

资本结构与财务安全性

公司债务水平大幅提升，有息负债规模较高，存在多笔借款逾期及供应商货款拖欠情况，债务偿还压力极大，处于严重的流动性困境

截至 2012 年末，公司负债规模为 637,941.57 万元，较上年末上涨 52.59%，而由于经营亏损，所有者权益规模则大幅下降 60.50%，公司债务水平大幅提升。

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款和其他应付款。2012 年末，公司短期借款规模为 18.72 亿元，以保证借款为主，其中，天津银行陆家嘴支行对公司的 5,000 万元贷款已展期至 2013 年 3 月 10 日。公司应付账款规模较大，2012 年末规模为 183,968.89 万元，较上年增长 35.52%，主要为公司欠供应商货款。公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至 2012 年末，公司长期借款规模为 86,302.48 万元，较上年增长 610.27%；应付债券是公司于 2012 年发行的 10 亿元公司债券；长期应付款主要为融资租赁款，期末规模为 17,561.53 万元。公司有息负债规模较高，年利息支出规模超过 2 亿元。

表 7 公司 2011-2012 年及 2013 年一季度主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	188,358.36	29.62%	187,215.40	29.35%	226,196.94	54.11%
应付账款	188,537.91	29.65%	183,968.89	28.84%	135,746.08	32.47%
流动负债合计	426,462.42	67.06%	427,541.91	67.02%	389,600.67	93.19%
长期借款	86,302.48	13.57%	86,302.48	13.53%	12,150.59	2.91%
应付债券	98,814.17	15.54%	98,745.00	15.48%	-	-
长期应付款	17,805.97	2.80%	17,561.53	2.75%	12,709.50	3.04%
非流动负债合计	209,492.96	32.94%	210,399.66	32.98%	28,467.72	6.81%
负债合计	635,955.38	100.00%	637,941.57	100.00%	418,068.38	100.00%

资料来源：公司提供

2012 年，光伏行业景气度低迷，境内外光伏行业融资环境不佳，公司产品销售货款回

笼周期、自建电站的股权转让和贷款周期大幅延长，公司现金生成能力急剧弱化，由于无力偿还银行到期债务和供应商货款，公司于 2012 年底爆发了流动性危机。截至 2012 年年报出具日，公司银行贷款规模共计 17.06 亿元，涉及 18 家银行，其中有 13.76 亿元银行贷款逾期，涉及 14 家银行；此外，多家供应商因货款清偿事项向公司提起诉讼，截至 2013 年 1 月 25 日，涉诉货款规模约 1.67 亿元。截至 2012 年年报出具日，共有 63 家债权人起诉公司，涉诉金额为 12.87 亿元，公司主要银行账户及洛阳赛阳硅业有限公司主要生产设备、办公楼、车辆等资产被冻结，仍处于较严重的流动性危机。目前，公司通过海外电站处置，应收账款回收等措施回流资金，但均未取得实质性进展，流动性危机仍未得到有效缓解。2012 年末公司资产负债率为 84.21%，债务水平大幅提升，流动比率和速动比率则分别降低至为 0.78 和 0.71，债务偿还压力较大。

表 8 公司 2011-2012 年及 2013 年一季度偿债能力指标

指标名称	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
资产负债率	87.27%	84.21%	57.99%
流动比率	0.72	0.78	1.12
速动比率	0.66	0.71	0.92
EBITDA（万元）	-	-127,164.15	11,750.73
EBITDA 利息保障倍数	-	-4.72	0.93

资料来源：公司提供

五、本期债券偿还保障

本期债券的追加担保措施存在一定的瑕疵，增信效果有限

2013 年 1 月 18 日，本期债券受托管理人中信建投证券投资股份有限公司（以下简称“中信建投”）发布本期债券受托管理人履职情况的公告，公告了对本期债券追加担保的情况，具体追加增信措施如下：公司以超日九江持有的九城国用（2010）第 180 号项下的国有土地使用权，公司本部、超日九江、上海超日（洛阳）太阳能有限公司（以下简称“超日洛阳”）的部分机器设备，以及公司及子公司上海超日国际贸易有限公司（以下简称“超日国贸”）对江苏汇鸿国际集团土产进出口股份有限公司、Skybase International Holdings Limited、Plama Investment Eood 等公司的总金额约 9 亿元人民币的应收账款为本期债券本息及未能如期、足额偿付本息的违约金等其他经济补偿和实现担保权利所发生的费用提供担保。

对于公司对本期债券的追加担保措施，鹏元关注到如下风险：土地使用权方面，抵押土地之上存在地上建筑物，且已被法院查封，如处置该土地使用权时需要与地上建筑物一并处置，能否顺利处置该项土地使用权存在重大不确定性；机器设备方面，用于抵押的机器设备

仍由公司保管、使用，不能排除其因使用过程中、公司保管不当或擅自处分抵押物带来的贬损风险，此外，由于当前光伏行业景气度低迷，其处置回流资金价值也存在较大不确定性；应收账款方面，质押应收账款相关的债务人尚未书面回复确认，应收账款质押能否得到债务人配合存在重大不确定性，且不能避免债务人能够对已质押的应收账款做出优先偿付，此外，由于应收账款基于货物销售产生，若发生退货或其他纠纷，部分质押应收账款将得不到偿付，也不能避免公司违反担保合同转让债权、豁免或者变相豁免债权（如调减货物售价、延长账期等）的风险；最后，尽管追加担保相关的法律程序已经办妥，但担保物可能因司法机关采取诉讼保全而无法及时变现。

综合来看，本期债券的追加担保措施对本期债券兑付有一定的保障作用，但由于担保措施本身存在一定的瑕疵且未达到本息的全覆盖，其对本期债券的增信作用较为有限。

六、其他事项

公司逾期债务规模较大，涉诉金额较大，未决诉讼使公司资产进一步被冻结的风险较大，正常的生产经营活动将受到很大不利影响

截至 2012 年年报出具日，公司共计有 13.76 亿元银行贷款逾期，涉及 14 家银行，具体逾期贷款信息见附录十；此外，多家供应商因货款清偿事项向公司提起诉讼。截至 2012 年年报出具日，共有 63 家债权人起诉公司，涉诉金额为 12.87 亿元。

公司逾期债务规模较大，未决诉讼使公司资产进一步被冻结的风险较大。目前，公司主要银行账户及资产被冻结，公司正常的生产经营活动受未决诉讼的不利影响很大。

至2012年底，公司对外担保规模为2亿元，担保对象为江苏华盛天龙光电设备股份有限公司，对外担保亦使公司面临一定的或有负债风险。

七、评级结论

跟踪期内，光伏行业景气度低迷，产品价格大幅下跌，公司营业收入大幅下降，业绩大幅亏损，经营活动现金流极度匮乏，融资环境较差，生产线开工率低，整体经营较为困难。公司目前存在有息债务逾期和供应商货款拖欠情况，债务程度大幅提升，面临较大的债务困境，公司主要银行账户及资产被冻结，资产减值风险较高，目前流动性困难仍未得到有效缓解。此外，公司股权重组事项亦被暂停，目前尚无实质性进展，而主要股东股权质押比例较高，不利于公司治理的稳定性。

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调整为 CCC，本

期债券信用等级调整为 CCC，评级展望调整为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	9,570.83	20,905.86	67,551.41	249,287.49
交易性金融资产	-	-	-	316.08
应收票据	1,258.70	1,029.70	83.30	-
应收账款	214,035.26	214,020.82	224,231.45	64,993.78
预付款项	33,168.38	35,969.92	47,583.48	31,782.75
其他应收款	21,957.65	30,565.80	16,269.60	12,912.96
存货	26,132.58	30,375.09	80,891.94	25,751.29
其他流动资产	33.13	98.57	958.17	-
流动资产合计	306,156.53	332,965.75	437,569.37	385,044.35
长期应收款	8,696.20	8,935.15	1,804.12	-
固定资产	269,072.14	267,122.34	113,315.38	45,832.27
在建工程	74,820.30	71,119.54	52,573.44	11,255.33
工程物资	11,152.19	15,742.99	54,382.63	-
无形资产	27,369.60	31,157.49	27,652.67	2,504.11
商誉	29,548.52	28,554.15	28,925.36	23.17
长期待摊费用	868.26	922.35	1,079.66	805.32
递延所得税资产	1,055.00	1,055.00	3,669.13	1,194.50
非流动资产合计	422,582.20	424,609.01	283,402.39	61,614.70
资产总计	728,738.73	757,574.76	720,971.76	446,659.06
短期借款	188,358.36	187,215.40	226,196.94	107,558.72
应付票据	16,381.67	33,017.70	7,708.92	3,168.30
应付账款	188,537.91	183,968.89	135,746.08	9,636.46
预收款项	4,918.82	570.51	12,087.03	506.58
应付职工薪酬	859.18	659.68	506.79	463.57
应交税费	-11,202.12	-11,358.46	-2,717.10	-5.45
应付利息	4,283.54	10,121.95	1,779.78	136.12
其他应付款	31,318.26	21,465.04	8,292.23	212.20
一年内到期的非流动负债	1,881.20	1,881.20	-	-
其他流动负债	1,125.60	-	-	-
流动负债合计	426,462.42	427,541.91	389,600.67	121,676.48
长期借款	86,302.48	86,302.48	12,150.59	-
应付债券	98,814.17	98,745.00	-	-
长期应付款	17,805.97	17,561.53	12,709.50	15,767.46
预计负债	164.73	164.73	-	-
递延所得税负债	261.80	261.80	0.33	79.02
其他非流动负债	6,143.81	7,364.13	3,607.29	2,334.09

非流动负债合计	209,492.96	210,399.66	28,467.72	18,180.57
负债合计	635,955.38	637,941.57	418,068.38	139,857.05
股本	84,352.00	84,352.00	52,720.00	26,360.00
资本公积	168,079.66	168,079.66	199,711.66	226,071.66
盈余公积	7,549.51	7,549.51	7,549.51	5,294.78
未分配利润	-174,095.20	-147,832.84	25,022.37	48,812.75
外币报表折算差额	-1,469.36	-975.18	-990.42	-80.90
归属于母公司所有者权益合计	84,416.60	111,173.15	284,013.12	306,458.30
少数股东权益	8,366.75	8,460.03	18,890.26	343.70
所有者权益合计	92,783.35	119,633.19	302,903.37	306,802.00
负债和所有者权益总计	728,738.73	757,574.76	720,971.76	446,659.06

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
营业总收入	9,421.02	163,796.70	238,741.38	268,664.93
营业收入	9,421.02	163,796.70	238,741.38	268,664.93
营业总成本	35,732.46	340,462.48	248,543.38	242,441.22
营业成本	15,061.68	214,137.83	197,819.50	217,927.30
营业税金及附加	19.66	402.64	191.63	305.38
销售费用	64.95	5,142.14	5,656.63	3,880.75
管理费用	5,197.09	29,174.82	15,681.51	11,374.70
财务费用	16,386.62	21,761.15	18,928.48	6,521.28
资产减值损失	-997.53	69,843.91	10,265.63	2,431.81
加：公允价值变动净收益	-	-	-	316.08
投资收益	-	-634.36	-885.37	-912.39
营业利润	-26,311.44	-177,300.14	-10,687.37	25,627.41
加：营业外收入	128.45	5,509.84	3,536.74	812.39
减：营业外支出	185.79	351.27	152.36	92.07
其中：非流动资产处置净损失	54.85	269.39	54.85	2.93
利润总额	-26,368.78	-172,141.57	-7,302.99	26,347.73
减：所得税	-	3,091.39	3,900.18	4,405.82
净利润	-26,368.78	-175,232.96	-11,203.17	21,941.91
归属于母公司所有者的净利润	-26,262.37	-167,583.20	-11,029.77	22,043.63
少数股东损益	-106.41	-7,649.76	-173.40	-101.71

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 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	8,888.84	118,866.77	192,151.25	247,019.75
收到的税费返还	63.20	25,356.77	44,246.37	20,643.87
收到其他与经营活动有关的现金	118.37	9,889.10	19,823.61	15,741.45
经营活动现金流入小计	9,070.41	154,112.64	256,221.24	283,405.07
购买商品、接受劳务支付的现金	14,367.83	122,713.34	285,498.59	301,341.07
支付给职工以及为职工支付的现金	868.04	11,984.44	10,666.65	5,936.04
支付的各项税费	150.61	4,590.56	9,908.19	10,144.33
支付其他与经营活动有关的现金	637.94	23,926.56	48,900.92	11,949.73
经营活动现金流出小计	16,024.43	163,214.90	354,974.35	329,371.16
经营活动产生的现金流量净额	-6,954.02	-9,102.26	-98,753.11	-45,966.09
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	1.20	4.41	68.16	35.74
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-	3,042.56
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	692.95	270.56
投资活动现金流入小计	1.20	4.41	761.10	3,348.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,403.32	166,105.31	148,462.45	24,630.72
投资支付的现金	-	-	49,111.65	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	5,858.75	-
投资活动现金流出小计	1,403.32	166,105.31	203,432.85	24,630.72
投资活动产生的现金流量净额	-1,402.11	-166,100.89	-202,671.75	-21,281.86
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	200.00	230,140.53
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	200.00	505.53
取得借款收到的现金	-	143,557.32	330,741.25	148,613.51
发行债券收到的现金	-	100,000.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	9,280.00	10,109.67	15,017.87	17,650.00
筹资活动现金流入小计	9,280.00	253,666.99	345,959.12	396,404.04
偿还债务支付的现金	930.49	106,505.77	199,281.43	78,582.46
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,433.23	6,581.79	20,086.22	3,035.80

支付其他与筹资活动有关的现金	-	5,242.27	19,185.50	4,713.15
筹资活动现金流出小计	10,363.72	118,329.83	238,553.14	86,331.41
筹资活动产生的现金流量净额	-1,083.72	135,337.16	107,405.97	310,072.62
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-9,439.85	-39,865.99	-194,018.89	242,824.68
加：期初现金及现金等价物余额	11,989.69	51,855.69	245,874.57	3,049.90
六、期末现金及现金等价物余额	2,549.84	11,989.69	51,855.69	245,874.57

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	-175,232.96	-11,203.17	21,941.91
加：资产减值准备	69,843.91	10,265.63	2,431.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,421.69	6,024.41	3,483.75
无形资产摊销	302.38	190.02	38.33
长期待摊费用摊销	310.38	249.35	27.13
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	269.39	40.21	1.71
固定资产报废损失	-	269.16	-
公允价值变动损失	-	-	-316.08
财务费用	25,942.97	11,617.93	3,402.05
投资损失	634.36	885.37	912.39
递延所得税资产减少	2,614.13	-4,727.21	-359.37
递延所得税负债增加	261.47	-79.02	79.02
存货的减少	39,561.55	-53,397.78	-8,610.51
经营性应收项目的减少	-23,856.99	-198,183.16	-54,114.36
经营性应付项目的增加	31,825.46	139,564.33	-14,883.87
其他	-	6,779.56	-
经营活动产生的现金流量净额	-9,102.26	-98,753.11	-45,966.09
2.不涉及现金收支的重大投资和融资活动			
3.现金及现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	11,989.69	51,855.69	245,874.57
减：现金的期初余额	51,855.69	245,874.57	3,049.90
现金及现金等价物净增加额	-39,865.99	-194,018.89	242,824.68

附录四 主要财务指标和计算公式

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	应收账款及应收票据周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	应付账款及应付票据周转天数	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	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	$\text{应收账款及应收票据周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款及应付票据周转天数}$
	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。

附录六 截至 2012 年底公司海外电站情况一览

平台公司	实际 电站 数量	实际装机量 (MW)	备注	分布 地区
ChakoriskySolarEnergyS.a.r.l (以下简称“超日卢森堡”)	9	30.59	均已并网	保加 利亚
	13	40.10	全部并网发电	希腊
	0	0	已取消	德国
SunpeakUniversalHoldings, Inc (以下简称“超日美国 1”)	9	18.53	9 个已建成发电、3 个正在办理注销手 续、另外 9 个尚未投建	美国
SouthItalySolar1S.r.l (以下简 称“南意大利公司”)	27	32.05	26 个全部建成并发电, Ferrara 电站是 2012 年底抵债给超日太阳的, Eletta1 在建设过程中出现了问题, 没有建成, 只发生了一些费用, Eletta3 只注册了 电站公司, 没有任何后续建设	意大利
ChakorSolarUSA,LLC (以下简 称“超日美国 2”)	1	2.3	1 个基本建成未发电, 2 个尚未启动	美国
合计	59	123.57	-	-

注：公司原计划共计建设海外电站 76 个，其中部分电站尚未投建，部分电站正办理注销手续。

资料来源：公司提供

附录七 会计师事务所出具保留意见的原因

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原因：

- 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。

大信对公司 2012 年度审计报告出具的保留意见主要有如下三点原因：

- 1、截至 2012 年 12 月 31 日，公司对境外客户应收账款 239,650 万元，已计提坏账准备 48,619 万元。受国际市场环境及欧美“双反”的影响，光伏行业整体经营困难，公司境外客户应收账款多数还款困难，大信无法判断该等款项能否收回及坏账准备计提的合理性。此外由于公司生产经营正常化存在重大不确定性，大信无法判断固定资产及在建工程减值准备计提是否充分。
- 2、大信认为未能获取公司纳入合并范围境外子公司 South Italy Solar 1 S.r.l 的满意的审计证据，以证实该子公司的财务状况及经营结果是否公允反映。
- 3、受光伏行业整体低迷影响，公司生产经营严重萎缩，主要银行账户及资产已被冻结、质押、抵押或查封，财务状况面临极大的流动性风险。截至 2012 年底，银行借款逾期 37,948 万元，欠付供应商货款及其他债务不能按时支付，多家银行及供应商等债权人起诉公司要求偿还债务，涉及金额 181,473 万元，大信认为上述情况仍然可能导致公司持续经营能力存在重大不确定性，可能无法在正常经营过程中变现资产、清偿债务。

附录八 公司会计差错及其变更情况

2010 年，公司在美国投资设立了 SunPerfect Solar, Inc，持股比例为 43.48%，拥有实质控制权。2011 年公司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”）分别收购或设立了 4 家境外全资或控股子公司（Chaori Sky Solar Energy S.a.r.l, South Italy Solar1 S.r.l, Sunpeak Universal Holdings, Inc., Chaori Solar USA, LLC），以上述境外子公司为平台公司，截至 2011 年末公司共计通过投资建设了 44 家境外全资或控股项目公司（见附录四）。在编制 2011 年度财务报告时，公司根据与相关合作方签订的《电站管理协议》，未将上述境外子公司及其投资建设的电站纳入合并范围。

根据《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》，经公司二届三十七次董事会《关于前期重大会计差错更正》的议案，公司对上述差错进行了更正，将 4 家境外全资或控股子公司及其下属项目公司纳入合并报表范围，调增上年末资产总额 523,601,584.75 元，负债总额 409,360,226.33 元，调增所有者权益 114,241,358.42 元。调减 2011 年度营业收入 945,167,253.19 元，调减 2011 年度归属母公司净利润 55,508,899.71 元。

附录九 截至 2012 年末公司应收账款前五大客户明细（单位：万元）

单位名称	金额	占应收账款比例	年限
SKY BASE INTERNATIONAL HOLDINGS LIMIT	50,437.18	18.96%	1-2 年
Solarprojekte GmbH Andreas Damn	41,406.65	15.57%	1 年以内
PLAMA INVETMENT EOOD	33,872.30	12.73%	1-2 年
MB POWER SK, A.S.	32,574.23	12.25%	1 年以内
CHINA SOLAR GMBH	11,131.41	4.18%	1-2 年
合计	169,421.77	63.69%	

资料来源：公司提供

附录十 截至 2012 年年报出具日公司逾期借款情况

公司名称	借款银行	借款金额 (万元)	逾期日
上海超日太阳能科技股份有限公司	中国银行奉贤支行	9,994.63	2012 年 12 月 7 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	中国进出口银行上海分行	17,999.03	2012 年 11 月 29 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	浦发银行（商业承兑汇票 贴现）	10,000.00	2012 年 12 月 25 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	华夏银行奉贤支行	5,000.00	2013 年 1 月 18 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	上海银行浦东分行	3,000.00	2013 年 2 月 6 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	上海银行浦东分行	1,500.00	2013 年 2 月 7 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	广东发展银行上海分行	10,000.00	2013 年 2 月 7 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	建设银行江海路支行	11,023.59	2013 年 3 月 4 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	建设银行江海路支行	8,000.00	2013 年 3 月 5 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	天津银行上海陆家嘴支行	4,871.51	2013 年 3 月 10 日
上海超日太阳能科技股份有限公司	农业银行江海所	27,000.00	2013 年 3 月 18 日
小计	-	108,388.76	-
上海超日（洛阳）太阳能有限公司	光大银行	992.77	2013 年 1 月 13 日
上海超日（洛阳）太阳能有限公司	洛阳银行	2,000.00	2013 年 1 月 16 日
上海超日（洛阳）太阳能有限公司	光大银行	992.85	2013 年 1 月 23 日
上海超日（洛阳）太阳能有限公司	光大银行	2,000.00	2013 年 2 月 13 日
上海超日（洛阳）太阳能有限公司	洛阳银行偃师支行	3,000.00	2013 年 3 月 12 日
上海超日（洛阳）太阳能有限公司	中信银行洛阳分行	5,000.00	2013 年 3 月 28 日
上海卫雪太阳能科技有限公司	深发展丰贤支行	6,000.00	2013 年 3 月 30 日
洛阳赛阳硅业有限公司	偃师农村合作联社	3,270.00	2013 年 4 月 12 日
上海卫雪太阳能科技有限公司	深发展奉贤支行	6,000.00	2013 年 4 月 16 日
小计	-	29,255.62	-
总计	-	137,644.38	-

资料来源：公司提供

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

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时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象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或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。