新疆金风科技股份有限公司公司债券2012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	2012/223~2015/223
上次评级时间	2012/1/17
上次评级结果	债项级别 AA+ 主体级别 AA+ 评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA+ 主体级别 AA+ 评级展望 稳定

概况数据

金风科技	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	55.27	136.31	132.69	133.20
总资产（亿元）	148.83	280.62	319.48	324.97
总债务（亿元）	43.97	64.79	103.42	110.80
营业总收入（亿元）	107.38	175.96	128.43	17.00
营业毛利率（%）	26.29	23.46	16.58	10.95
EBITDA（亿元）	21.79	30.89	13.22	1.40
所有者权益收益率（%）	32.40	17.49	5.41	0.21
资产负债率（%）	62.86	51.43	58.47	59.01
总债务/EBITDA（X）	2.02	2.10	7.82	19.77
EBITDA利息倍数（X）	21.18	17.42	4.04	1.21

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、2012.Q1所有者权益收益率、总债务/ EBITDA指标经年化处理；
3、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
苏尚才 scsu@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
Tel：021 51019090
Fax：021 51019030
www.ccxr.com.cn

2012年5月24日

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用状况的评级观点，并非建议投资者买卖或持有该债券。
报告中引用的资料主要由企业提供，中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

基本观点

2011年，新疆金风科技股份有限公司（以下简称"金风科技"或"公司"）收入及利润水平有所下降，经营性现金流状况下滑。但公司营业收入及资产规模较大，债务结构大幅优化，加之融资渠道通畅，偿债能力将得到支撑。且长期看，风电行业发展空间巨大，尤其是政府就并网管理、项目审批及技术标准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，针对行业产能过剩、质量事故增多等问题，2011年政府就并网管理、项目审批及技术标准等出台了一系列政策，这将促进国内风电产业的规范化发展，进一步提升行业整体技术水平。

● 市场拓展情况良好，公司的永磁直驱产品代表着风电设备未来的发展方向，近年产品竞争优势逐步显示，市场认可度也不断提高。2011年公司在国内新增风电装机容量市场份额达到20.4%，跃居行业第一位。

● 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。2011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，已成为公司稳定的利润来源。

债务结构大幅优化，公司近年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

● 行业增速放缓。近年国内风电新增装机容量的增速持续下滑，尤其是2011年国内新增装机容量同比下降6.88%。由于早期装机容量增长过快，电网建设相对滞后，随着政府加强监管，后期核准新增装机容量可能继续调低。

● 盈利能力下滑。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。2011年，国内市场风力发电机组的价格显著回落，但稀土等原材料价格大幅上涨，对公司的盈利能力带来较大挑战。

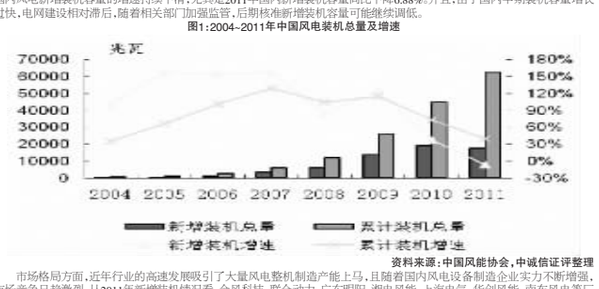
● 未来资本支出规模较大。截至2012年3月31日，公司的资产负债率及总资本化比率分别为59.01%和45.41%，尚处于合理范围。但未来公司在风电场开发投资等方面仍有较大规模的资本支出，这将在一定程度上增加公司的债务压力。

行业关注

风电行业保持快速发展，但新增装机容量有所下降，且风电设备市场竞争激烈，行业集中度略有下滑

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。根据全球风能理事会的统计，2011年全球新增风电装机4.12万兆瓦，累计风电装机总量达到23.84万兆瓦，较上年增长20.6%。同时根据中国风能协会的统计，2011年中国新增风电装机1.76万兆瓦，累计风电装机总量达到6.24万兆瓦，较上年增加39.60%。但需关注的是，国内风电新增装机容量的增速持续下滑，尤其是2011年国内新增装机容量同比下降6.88%。并且，由于国内早期装机容量增长过快，电网建设相对滞后，随着相关部门加强监管，后期核准新增装机容量可能继续调低。

图1：2004~2011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2011年新增装机情况看，金风科技、联合动力、广东明阳、湘电风能、上海电气、华创风能、南车风电等厂商市场份额均有所提升，而华锐风电、东方电气、Vestas、Gamesa等厂商市场份额则有所下滑。其中，2011年金风科技市场份额达到20.4%，超过华锐风电，跃居行业第一位。从市场集中度来看，2011年国内前十大风电设备制造商占全国新增市场份额为83.4%，较上年下降2.3个百分点。

表1：2011年中国新增风电装机容量及市场份额

序号	制造商	新增装机（兆瓦）	新增份额
1	金风科技	3600.0	20.4%
2	华锐风电	2939.0	16.7%
3	联合动力	2847.0	16.1%
4	广东明阳	1177.5	6.7%
5	东方电气	946.0	5.4%
6	湘电风能	712.5	4.0%
7	上海电气	708.1	4.0%
8	Vestas	661.9	3.8%
9	华创风能	625.5	3.5%
10	南车风电	451.2	2.6%
其他	其他	2962.2	16.8%
合计	合计	17630.9	100%

资料来源：中国风能协会，中诚信评估整理

表2：2011年中国累计风电装机容量及市场份额

序号	制造商	累计装机（兆瓦）	累计份额
1	华锐风电	12977.0	20.8%
2	金风科技	12678.9	20.3%
3	东方电气	6898.0	11.1%
4	联合动力	5282.0	8.5%
5	Vestas	3656.5	5.7%
6	广东明阳	3123.0	5.0%
7	Gamesa	2785.9	4.5%
8	湘电风能	1801.5	2.9%
9	上海电气	1781.5	2.9%
10	GE	1575.5	2.5%
其他	其他	9895.6	15.87%
合计	合计	62364.2	100%

资料来源：中国风能协会，中诚信评估整理

国内风电整机设备价格继续下降，但主要原材料价格出现不同程度上涨，行业整体盈利能力显著下滑

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年已跌至4,000元/kw以下。从具体走势来看，2011年初风机市场均价在3,800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，至2012年3月份市场均价在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、镝等稀土元素。2011年，受国家政策影响，稀土材料价格暴涨，直接导致直驱永磁风机的生产成本大幅上升。同时，钢材、铜材等其他原材料的价格水平也出现不同幅度的上涨。总体看，在风机制造业低价竞争的格局下，原材料价格的上涨给风机制造商带来更大的成本压力。

图2：2007年以来国内部分稀土金属价格走势

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

针对行业产能过剩、质量事故增多等问题，政府就并网管理、项目审批及技术标准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等问题。以产品质量为例，根据2011年12月国家电监会发布的《风电安全监管报告》，2010年全国发生风电机组脱网事故80起，但2011年1~8月则达到193起，事故数量大幅上升。此外，2011年，辽宁、内蒙古、甘肃等地风电场还发生了多起风电机组机舱着火、倒塔等事故。

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，一系列政策、行业标准在2011年相继出台。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。在项目审批上，收紧地方政府权限，未来风电审批将纳入国家统一规划。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。此外，财政部还制定了《可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法》，上调我国可再生能源电价附加，这在政策上保障了可再生能源的发展的资金来源。

表3：2011年风电行业主要相关政策

类型	政策	相关内容或影响
2011.07	国家能源局《关于"十二五"第一批拟核准风电项目计划安排的通知》	在审核各地开发方案的基础上，明确各省"十二五"第一批拟核准风电项目，不在该通知中列出的项目不得核准。
2011.08	国家能源局《风电开发建设管理暂行办法》	省级政府核准的风电场工程项目，须按照报国务院能源主管部门备案后的风电场工程建设规划和年度开发计划进行，未经核准擅自开工的项目，不享受电价补贴。
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	国家标准化管理委员会《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。

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，风电服务以及风电场的投资三个板块。其中，风电发电机组的制造业务占比最大，该业务板块2011年的收入占比为95.57%，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2.91%和1.08%。2011年，公司实现主营业务收入127.88亿元，同比减少27.20%。

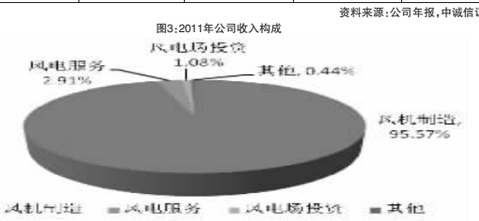
表4：公司各业务板块收入及毛利率情况

单位：亿元

	2010年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
风机制造	170.88	23.03%	122.74	15.51%
风电服务	3.01	21.11%	3.74	26.74%
风电场投资	1.79	64.60%	1.39	60.84%
合计	175.67	23.42%	127.88	16.33%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

图3：2011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，公司风机制造业务收入减少，且因产品价格降低，原材料成本上升，该板块毛利率有所下降

①风电机组生产

截至2011年末，公司在北京、乌鲁木齐、包头、酒泉、西安、大丰、阜新、承德、乌兰察布、哈密共拥有10个风电机组的生产、组装基地。其中，北京基地二期电机组项目系2011年7月投产，新疆哈密基地则主要生产2.5MW机组，于2011年9月正式投入运营。此外，为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，该项目计划投资0.73亿元，预计年内即可投产。由于在国内的生产基地布局已较为完善，公司未来对风电生产基地不会有持续大额的投资。公司后期将重点对现有风电基地进行优化梳理，且考虑将部分风电总装基地直接转让给具有良好制造基础的外部供应商，实现风机组装的生产外包，在实现投资收益的同时，这将有利于提高公司经营的灵活性。

产品生产方面，2011年公司基本淘汰了750KW机组产能，实现了主导产品的升级换代。目前，公司永磁直驱风力发电机组已形成了4,000台的产能，主要生产1.5MW的发电机组，由于技术、工艺的不断优化，这些产能同样可以满足2.5MW机组的生产。2011年，公司1.5MW高海拔、低风速系列机组及2.5MW机组已实现批量化生产，产品线进一步丰富，尤其是2.5MW机组的占比已有所提高。

产品研发方面，2011年，公司2.5MW系列化机组的研制工作进展顺利，适用于陆地的103/2.5MW、106/2.5MW机组（低风速）与已安装投运，适用于海上的109/2.5MW机组已完成样机下线；新研制的3MW混合传动及110/3MW直驱永磁机组完成了样机的安装及投运。此外，公司6MW海上机组研发工作进展顺利，截至2011年末已完成关键零部件的试制，预计2012年可完成样机的装配下线。

②产品销售

2011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2011台，销售容量3105.75MW，分别较上年减少21.84%和22.49%。具体来看，公司1.5MW机组仍是主力机型，全年销量1,921台，同时随着2.5MW机组开始量产，销量上升至87台。由于市场竞争激烈，2011年公司风电机组整体售价进一步下滑，对自身盈利能力产生了较大影响。

表5：2009~2011年公司主要产品销售情况

单位：台、亿元

	2009年		2010年		2011年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
750KW	592	17.50	205	5.28	1	0.03
1.5MW	1,061	84.87	2,567	162.56	1,921	108.48
2.5MW	–	–	1	0.12	87	8.47
3.0MW	–	–	–	–	2	0.23
合计	1,653	102.37	2,573	167.96	2,011	122.74

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

海外市场拓展方面，2011年公司在美国及一些新兴市场取得了较快发展。公司与厄瓜多尔CELEC EP电力集团正式签约，向其Villonaco风电项目提供包括风力发电机组在内的一站式服务。公司与全球知名新能源开发商Mainstream Renewable Power达成协议，向其位于智利的Negrete风电场项目一期工程提供23台1.5MW低风速直驱永磁机组。同时，公司1.5MW直驱永磁机组通过Intertek的ETL认证，这是国内第一家通过此认证的整机制造商，将推动公司对美国及加拿大市场的拓展。2011年，公司实现海外销售收入12.09亿元，同比增长223.15%。

值得关注的是，公司永磁直驱产品代表着风电设备未来的发展方向，近年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，截至2011年12月31日，公司待执行合同订单总量3,930.50MW，包括1.5MW机组3,268.50MW、2.5MW机组650.00MW、3.0MW机组12.00MW。此外，公司中标未签正式合同订单合计2,396.50MW，包括1.5MW机组1,716.00MW、2.5MW机组677.50MW、3.0MW机组3.00MW。充足的订单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进行。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。2011年，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有所上涨，尤其是稀土材料价格出现暴涨，对公司生产成本的控制造成了一定影响。

为控制采购成本，公司采取了大量措施，包括与战略合作供应商提前谈判并锁定较低采购价格、持续技术研发减少机组的磁钢用量、推动半直驱机型的量产等。此外，公司根据市场形势对主要原材料的成本进行了测算，制定了较为详细的成本控制目标，旨在通过压缩成本减少风机产品价格下降对公司盈利水平的影响。

公司"一站式"风电服务业务体系不断强化，风电服务收入保持快速增长，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。公司的风电服务收入主要来自于EPC承包、物流及维护等服务。近年公司不断强化"一站式"风电服务业务体系，有效提升了服务系统的竞争实力。截至2011年12月31日，公司累计维护风机数量超过6,000台，作为信息技术业务代表性产品的SCADA系统、能量管理平台自2008年以来累计销售分别超过80套和50套。2011年，公司实现风电服务收入3.74亿元，较2010年增长24.12%。

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，且风电场转让资献了大量投资收益，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2011年12月31日，公司累计建成并投产（含已转让项目）的风电场的总装机容量为1,338.00MW，权益装机容量为572.2M。公司建成并转让的风电场总装机容量为297.00MW，权益装机容量为151.97MW。2011年，公司经营的风电项目实现发电收入1.39亿元，同比减少22.15%；全年转让7个风电项目公司（6个风电项目）全部或部分股权，约合权益装机容量244.8MW，实现投资收益3.87亿元，同比下降12.81%。

未来几年，公司将加大风电场的建设进度，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2011年12月31日，公司风电场在建项目总装机容量为622.5MW，权益装机容量558.3MW；风电场拟建项目总装机容量495.00MW，权益装机容量460.845MW。

综合来看，受行业经营环境变化影响，2011年公司风机制造收入规模出现下滑，且产品毛利空间有所下降，但公司风电服务及风电场投资业务发展良好，毛利水平较高，成为公司稳定的利润来源。且长期看，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

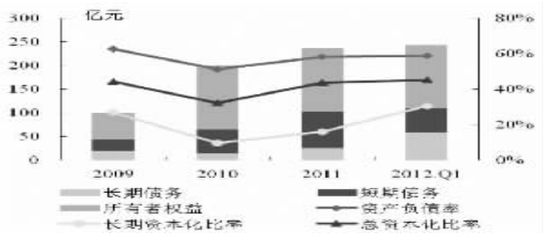
以下财务分析基于公司提供经会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2009~2011年审计报告，以及未经审计的2012年第一季度财务报告。其中，公司2009年财务报告经五洲松德联合会计师事务所审计，2010、2011年财务报告经安永华明会计师事务所审计。所有财务数据均为合并报表口径，并且2009及2010年财务数据分别为2010、2011年财务报告的期初数。

资本结构

2011年以来，因回款速度减缓导致应收账款上升，原材料备货增加导致存货规模增长，且公司在风电场建设上进行了大量投资，公司资产和负债规模均有所增长。截至2012年3月31日，公司资产总额及负债总额分别为324.97亿元和191.77亿元，资产负债率及总资本化比率分别为59.01%和45.41%。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，公司近年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3月31日，公司长短期债务分别为53.69亿元和52.06亿元，短期债务/长期债务比值由2011年末的3.02降至0.89，财务结构的稳健性得到提升。

图4：2009~2012.Q1公司资本结构



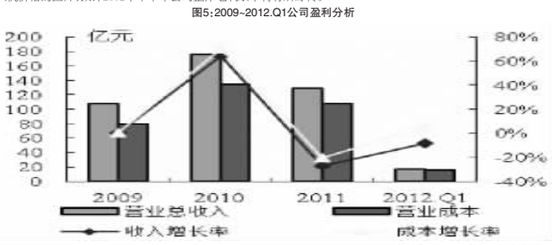
资料来源：公司年报，中诚信证评整理

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

2011年公司实现营业收入128.43亿元，同比下降27.01%，主要因风电整机销量及价格下滑所致。从毛利率看，受产品价格下降、原材料成本上升等因素影响，风电整机产品毛利水平大幅下滑。2011年，公司毛利率为16.58%，较上年下降6.88个百分点。2012年一季度，因执行订单主要为2011年中期市场价格处于低谷时所签，故公司毛利率进一步下滑至10.95%。不过，随着国内风机价格的回升，预计2012年下半年公司整体毛利水平将有所好转。

图5：2009~2012.Q1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9.43亿元，同比下降11.21%。但随着子公司数量和国际拓展人员的增加，研发力度的加大使研发支出相应增多，公司管理费用达到7.39亿元，同比增加76.88%。此外，因负债规模和融资成本的上升导致利息支出上升，公司全年财务费用2.49亿元，同比增长52.76%。2011年公司期间费用合计19.31亿元，同比增长17.59%，三费占比升至15.03%，较上年提高了5.70个百分点。总体看，在收入、毛利下滑的背景下，期间费用的增长进一步增加了公司的盈利压力。

2011年公司经营性业务利润为1.66亿元，较上年减少22.28亿元。投资收益方面，2011年公司取得投资收益5.17亿元，较上年略有增加。此外，公司实现营业外收益1.67亿元，主要为政府补贴收入，较上年增加0.58亿元。公司当年实现净利润7.18亿元，同比下降69.88%；所有者权益收益率为5.34%，较上年也明显下滑。2012年一季度，公司实现净利润0.68亿元，盈利状况继续弱化。

整体看，受市场需求下降、产品售价走低影响，公司收入及毛利水平下滑，加之期间费用规模上升，公司整体盈利能力下降。但长期看，风电行业发展空间巨大，尤其是政府就并网管理、项目审批及技术标准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，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，尤其是短期债务规模快速上升。但公司总体负债水平尚处于合理范围，且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。

表6：2009~2012.Q1年公司主要财务能力指标

	2009	2010	2011	2012.Q1
短期债务（亿元）	23.75	50.14	77.68	52.06
长期债务（亿元）	20.22	14.65	25.75	58.74
长短期债务比	1.17	3.42	3.02	0.89
总债务（亿元）	43.97	64.79	103.42	110.80
经营性净现金流（亿元）	13.27	1.86	-41.33	-15.87
经营净现金流/短期债务（X）	0.56	0.04	-0.53	-1.22
经营净现金流/总债务（X）	0.30	0.03	-0.40	-0.57
EBITDA（亿元）	21.79	30.89	13.22	1.40
总债务/EBITDA	2.02	2.10	7.82	19.77
EBITDA利息倍数（X）	21.18	17.42	4.04	1.21

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从现金流角度看，2011年公司受宏观经济环境影响，应收账款回款速度变缓；且随着合同订单量的增长，原材料备货有所增加，导致全年经营性现金流大幅下滑，经营活动净现金流为-41.33亿元。同时，受盈利能力下降影响，2011年公司EBITDA为13.22亿元，同比减少57.20%。

偿债能力方面，2011年公司的偿债指标有所弱化。公司总债务/EBITDA指标升至19.77，EBITDA利息保障倍数降至1.21倍。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，2011年经营活动净现金流/总债务指标为-0.57。

授信方面，截至2011年12月31日，公司共获得多家银行总计311.00亿元的贷款授信额度，其中，已使用授信额度为160.00亿元，未使用授信额度为151.00亿元，公司备用流动性较为充足。

或有负债方面，截至2011年12月31日，公司累计对外担保余额2.78亿元，占公司净资产的2.10%，或有风险较小。

综合而言，受行业经营环境变化影响，公司盈利能力下滑，现金流压力也有所增加，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2011年12月31日）

公司名称	注册地	经营范围	持股方式	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	直接	100
内蒙古金风科技有限公司	内蒙古包头市	制造研发、生产、销售大型风力发电机组及零配件	直接	100
GoldwindWindenergyGmbH	德国汉堡市	投资投资控股	直接	
VensysEnergyAG	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	间接	70
VensysElektrotechnikGmbH	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	间接	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	间接	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	直接	83.33
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	间接	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	直接	100
西安金风科技有限公司	陕西西安市	大型风力发电机组及零部件的研发、生产、销售	直接	100
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	间接	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	直接	97.5
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	直接	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	直接	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	直接	100
天运风电（北京）物流有限公司	北京市	货物运输；仓储服务，装卸服务	直接	100
北京天润新能投资有限公司	北京市	风电场投资开发、建设运营	直接	100
TianRunUSA，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	间接	100
Goldwind New Energy（HK）Investment Limited	香港	风力发电项目的开发建设	直接	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	直接	100
TianRunShadyOaks，LLC	美国伊利诺伊州	风力发电；风力发电项目的开发建设	间接	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	间接	100
TianRunAustraliaPtyLtd.	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。	间接	100
赤峰市盛华新能源有限公司	内蒙古赤峰市	风力发电；风力发电项目的开发、建设。	间接	96.15
金风投资控股有限公司	北京市	项目投资，投资管理	直接	100
天和风电叶片江苏有限公司	江苏阜宁市	生产和组装1.5兆瓦及以上风机用叶片，销售本公司自产产品	间接	100
内蒙古浩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	间接	93.6
锦州金一新能源风能有限公司	辽宁锦州市	风力发电	间接	51

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）	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	467,748.83	965,819.85	761,324.17	706,975.54
应收账款净额	270,980.74	706,537.06	1,020,365.70	1,164,725.02
存货净额	285,354.57	439,071.60	514,823.58	468,525.12
流动资产	1,128,571.69	2,250,004.67	2,488,423.58	2,511,338.68
长期投资	12,611.09	32,294.21	90,340.70	96,583.00
固定资产合计	252,160.97	387,094.46	466,516.78	484,386.60
总资产	1,488,294.58	2,806,158.35	3,194,764.42	3,249,746.84
短期债务	237,520.20	501,365.85	776,770.82	520,565.58
长期债务	202,212.13	146,531.40	257,474.46	587,425.89
总债务（短期债务+长期债务）	439,732.33	647,897.25	1,034,245.28	1,107,991.47
总负债	935,568.88	1,443,068.35	1,867,913.47	1,917,704.77
所有者权益（含少数股东权益）	552,725.70	1,363,090.00	1,326,850.95	1,332,042.08
营业总收入	1,073,835.52	1,759,552.06	1,284,312.79	169,972.55
三费前利润	277,554.71	403,591.02	209,697.41	17,628.21
投资收益	21,448.82	47,620.24	51,707.66	18,884.26
净利润	179,060.25	238,383.76	71,798.72	683.45
息税折旧摊销前盈余EBITDA	217,903.67	308,881.08	132,174.91	0.00
经营活动产生现金净流量	132,719.10	18,641.14	-413,344.19	-158,711.64
投资活动产生现金净流量	-165,239.14	-257,537.77	-335,627.75	-33,231.02
筹资活动产生现金净流量	149,580.30	727,881.26	590,479.59	135,643.75
现金及现金等价物净增加额	117,255.04	478,344.89	-168,777.11	-54,348.63
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	26.29	23.46	16.58	10.95
所有者权益收益率（%）	32.40	17.49	5.41	0.21
EBITDA/营业总收入（%）	20.29	17.55	10.29	8.24
速动比率（X）	1.23	1.49	1.30	1.63
经营活动净现金/总债务（X）	0.30	0.03	-0.40	-0.57
经营活动净现金/短期债务（X）	0.56	0.04	-0.53	-1.22
经营活动净现金/利息支出（X）	12.90	1.05	-12.62	-13.75
EBITDA利息倍数（X）	21.18	17.42	4.04	1.21
总债务/EBITDA（X）	2.02	2.10	7.82	19.77
资产负债率（%）	62.86	51.43	58.47	59.01
总资本化比率（%）	44.31	32.22	43.80	45.41
长期资本化比率（%）	26.79	9.71	16.25	30.60

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、2011.Q1所有者权益收益率、总债务/EBITDA指标经年化处理；
3、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