

上海东洲资产评估有限公司  
关于

中小板重组问询函（需行政许可）  
[2020]第16号  
之

意见回复

二〇二〇年十二月

**深圳证券交易所中小板公司管理部：**

2020年11月25日，天顺风能（苏州）股份有限公司（以下简称“天顺风能”或“上市公司”）披露了《天顺风能（苏州）股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》（以下简称“报告书”）等相关文件，并于2020年12月4日收到贵部下发的《关于对天顺风能（苏州）股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）[2020]第16号）。上海东洲资产评估有限公司对《问询函》进行了认真研究和落实，现就相关事项回复如下。

如无特别说明，本回复中所使用的简称与报告书的简称具有相同含义。

1、《报告书》显示，本次交易以 2020 年 6 月 30 日为评估基准日，并选用收益法评估结果为参考。标的公司账面值 39,862.44 万元，评估值 157,000.00 万元，评估增值率为 294.14%。收益法评估预测苏州天顺 2020 年营业收入 170,800.48 万元。截至 2020 年 6 月底，标的公司叶片及叶片模具全年订单量覆盖率已分别达全年收入预测的 92%、85%。请补充披露：

(1) 结合在手订单情况，说明截至目前标的公司实现的收入情况，以及与 2020 年预测收入是否存在重大差异；

(2) 结合标的公司行业地位、技术水平、竞争情况及可比公司情况，补充说明在业绩预测过程中，标的公司综合毛利率、费用率等参数是否与标的公司及可比公司历史财务指标存在重大差异，并说明此次评估增值率较高的原因及合理性；

(3) 请独立财务顾问和资产评估机构就上述问题予以核查并发表专项意见。

答复：

一、结合在手订单情况，说明截至目前标的公司实现的收入情况，以及与 2020 年预测收入是否存在重大差异

标的公司 2020 年 1-10 月已实现营业收入 155,841.35 万元（未经审计），占 2020 年全年预测收入 170,800.48 万元的 91.24%；标的公司截至 2020 年 10 月底在手订单金额 40,737.90 万元，占 2020 年全年预测收入 170,800.48 万元的 23.85%；上述两者合计占 2020 年全年预测收入 170,800.48 万元的 115.09%，预计无法实现 2020 年预测收入的可能性较小。标的公司已实现收入和在手订单情况与 2020 年预测收入间的差异，主要因 2020 年、2021 年风电行业受政策影响处于抢装潮中，标的公司收入、订单与往年相比增幅较大，但也由此伴随着较高的波动性，不容易准确预测，因此产生一定差异。

二、结合标的公司行业地位、技术水平、竞争情况及可比公司情况，补充说明在业绩预测过程中，标的公司综合毛利率、费用率等参数是否与标的公司及可比公司历史财务指标存在重大差异，并说明此次评估增值率较高的原因及合理性

## （一）标的公司行业地位、技术水平、竞争情况

### 1、行业地位和技术水平

标的公司主要致力于风电叶片的代工生产和风电叶片模具的设计、生产和销售，国内行业领先的风电叶片生产商，是行业内少数同时具备风电叶片生产能力和风电叶片模具设计生产能力的企业之一，在模具设计、工装设计、产品试制、质量控制及检测等方面均具有行业领先水准，相结合后能够为客户提供风电叶片一揽子解决方案。标的公司依照 IOS9001 质量体系认证标准，参照 TS16949 质量体系认证标准指导生产，在叶片生产方面从未发生过延期交付情形或退货、拒收等质量问题，进入了国内风电龙头企业远景能源等公司的供应商体系，拥有国内同行中领先的交付能力和产品质量。

标的公司拥有多项重要技术，包括能够提高生产效率、减少产品缺陷、降低生产风险的部件预制技术；简洁高效能够实现快速灌注的 T 型灌注技术；真空岛式布局，实现工作状态真空岛与非工作真空岛自动补偿进而完全避免真空失效可能性的四重独立真空系统；以及在线施胶技术、动模二次粘接技术等。标的公司的技术和工艺是支撑其发展的核心竞争力之一。

### 2、行业竞争情况

目前国内风电叶片生产行业的主要竞争者包括泰胜风能、通裕重工、金雷股份、天能重工、重通成飞、洛阳双瑞、中复连众、艾朗风电、中材科技等等，随着风电叶片逐渐往大型化、轻量化的方向发展，技术迭代速度快，技术水平、交付能力、产品质量、成本管控等因素愈发成为行业竞争重点。标的公司作为专业化的风电叶片生产商，进入了国内风电龙头企业远景能源等公司的供应商体系，且在叶片生产方面从未发生过延期交付情形或退货、拒收等质量问题，其技术质量、交付能力在国内市场中位于前列，其模具产品在国际市场上亦已得到国际风电巨头的认可，预计未来能继续保持其行业竞争地位。

## （二）业绩预测过程中，标的公司综合毛利率、费用率等参数是否与标的公司及可比公司历史财务指标存在重大差异

可比上市公司的毛利率以及期间费用情况统计如下表：

证券代码	证券简称	毛利率 (%)		期间费用率 (%)	
		2019 年度	2020 年 1-6 月	2019 年度	2020 年 1-6 月
300129.SZ	泰胜风能	21.31	24.10	12.69	10.75
300185.SZ	通裕重工	25.91	25.40	16.00	13.20
300443.SZ	金雷股份	29.08	40.33	7.03	6.28
300569.SZ	天能重工	28.04	34.07	13.81	15.20
平均值		<b>26.09</b>	<b>30.98</b>	<b>12.38</b>	<b>11.36</b>
中位数		<b>26.98</b>	<b>29.74</b>	<b>13.25</b>	<b>11.98</b>
标的公司		<b>31.51</b>	<b>24.58</b>	<b>6.35</b>	<b>5.40</b>

注：期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 财务费用 + 研发费用) / 营业收入 \* 100%

各项费用情况如下：

证券代码	证券简称	销售费用率 (%)		研发费用率 (%)		管理费用率 (%)	
		2019 年度	2020 年 1-6 月	2019 年度	2020 年 1-6 月	2019 年度	2020 年 1-6 月
300129.SZ	泰胜风能	4.66	4.37	3.75	2.22	4.45	4.06
300185.SZ	通裕重工	2.66	2.43	2.78	2.59	4.23	3.23
300443.SZ	金雷股份	1.47	1.16	3.14	3.01	2.90	2.51
300569.SZ	天能重工	5.01	4.95	2.78	2.14	3.85	3.68
平均值		<b>3.45</b>	<b>3.49</b>	<b>3.11</b>	<b>2.49</b>	<b>3.86</b>	<b>3.37</b>
中位数		<b>3.66</b>	<b>4.37</b>	<b>2.96</b>	<b>2.41</b>	<b>4.04</b>	<b>3.46</b>
标的公司		<b>1.38</b>	<b>1.50</b>	<b>0.66</b>	<b>0.56</b>	<b>2.92</b>	<b>2.85</b>

注：由于各公司财务费用情况差异较大，可比性较低，本次不予分析。

从上表可以看出，标的公司历史年度的毛利率水平有一定波动，主要系标的公司收入结构变化以及部分时期处于产能爬坡期所致，具体参见本回复第 4 题答复之“一、标的公司毛利率波动较大的主要原因及合理性”；标的公司与可比上市公司的毛利率水平有一定差异，期间费用率水平低于可比上市公司，主要原因是标的公司经营规模较小，客户结构稳定，拓展及维系客户所需的支出较少；且叶片制造行业相对单一，与涉及行业上下游多环节的可比上市公司在市场和管理的复杂程度上有一定差异，故销售费用及管理费用支出低于可比上市公司；研发费用相对较低一方面是由于标的企业主营叶片及模具制造，产品类型较少且研发及生产工艺成熟，与可比上市公司在产品及业务类型上有显著差异，因此所需的研

发投入也较低，此外，标的公司与可比上市公司在各类费用及成本的列支上也有不同，造成了研发费用占比的差异。

预测期间，标的公司毛利率在 22.23%-23.86% 之间，期间费用率在 4.83%-7.15% 之间，与历史年度无显著差异。预测期间标的公司净利率水平基本稳定在 13%-14% 之间，与历史数据差异不大，略高于可比上市公司水平，差异原因主要为前述费率原因，可比上市公司净利率水平如下：

证券代码	证券简称	净利率 (%)		
		2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月
300129.SZ	泰胜风能	0.62	6.94	10.28
300185.SZ	通裕重工	6.80	6.25	7.67
300443.SZ	金雷股份	14.73	18.26	29.50
300569.SZ	天能重工	8.31	11.54	13.72
平均值		7.62	10.75	15.29
中位数		7.56	9.24	12.00
标的公司		11.18	18.26	14.55

整体来看，标的公司的毛利率与各项费率在合理范围。

### (三) 本次评估增值的原因及合理性分析

#### 1、可比上市公司估值指标分析

由于以风电叶片为主要营业收入来源的 A 股同行业公司较少，而风电政策变化及“抢装潮”对于企业经营业绩的影响较大，本次从受同一经济因素影响考虑，选取 A 股风电部件（包括风电叶片、风电塔筒等）制造公司作为可比公司，2020 年 6 月 30 日（本次评估基准日）的市盈率、市净率与本次重组标的公司的相应指标对比情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率 PE (2020.6.30)	市净率 PB (2020.6.30)
300129.SZ	泰胜风能	13.97	1.17
300185.SZ	通裕重工	27.53	1.19
300443.SZ	金雷股份	21.92	2.37
300569.SZ	天能重工	11.79	1.61
平均值		18.80	1.59

中位数	17.95	1.40
标的公司	12.11	3.74

可见，本次重组标的公司的市盈率估值水平 12.11 倍与可比公司平均值、中位数相比均较低；标的公司的市净率估值水平高于可比公司，主要因标的公司主营业务为风电叶片的代工业务和风电叶片模具的设计和生 产，其所需的资本性投入与其它风电部件（如塔筒等）相比较少，截至 2020 年 6 月 30 日，标的公司固定资产和在建工程在总资产中占比仅 22.40%，同时期上述可比公司占比平均值为 31.43%，中位值为 36.52%。因此标的公司整体结构资产较轻，市净率较高，因而评估值相对净资产的增值率较高。整体来看，标的公司的估值水平在合理范围内。

## 2、行业短期受政策影响业绩增速较快，中长期具备较稳定增长前景

### （1）短期内受风电抢装影响，业绩增速较快

2019 年 5 月 24 日，国家发改委公布《关于完善风电上网电价政策的通知》，将陆上、海上风电标杆上网电价均改为指导价，规定新核准的集中式陆上风电项目及海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价，不得高于项目所在资源区指导价。2018 年底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。受政策影响，2020 年、2021 年成为了抢装期，客户的订单量出现显著增长。标的公司 2020 年 1-6 月已实现收入和 7 月至 11 月在手订单不含税金额之和已超过 210,000.00 万元，达到 2020 年预测主营业务收入的 123.87%。

### （2）风电行业市场容量大，长期增长稳健

#### 1) 行业潜在容量大，开发程度不足

根据国家能源局发布的《风电发展“十三五”规划》中提出，到 2020 年底，风电约占全国总发电量的 6%，相比欧洲地区仍有一定差距，未来预计将通过增量替代、存量替代及全面转型的方式，逐步将原有化石能源转换为清洁能源。

同时，根据能源行业权威数据库伍德麦肯兹（Wood Mackenzie）的市场展望，2020-2029 年中国市场新增风电并网容量预计将达到 250GW，因此预计在未来十年内，风电市场还有较大的发展空间，其活跃度还将进一步提高。

### 2) 叶片大型化与轻量发展趋势显著，技术迭代速度快

叶片大型化为风电资源相对较弱的区域提供了风电经济可行性。风电叶片直径的增加将直接提升扫风面积，从而提升单机功率和发电能力，降低度电成本。据估计若叶片直径从 116 米增加到 160 米，度电成本预计可以下降约 30%。风机大型化是降低成本的重要途径，而叶片大型化是风机大型化的主要方式。由于迭代速度快，且大型化趋势不可逆，国内风电叶片头部企业的技术优势可以较好的快节奏迭代，作为结果其市占率也呈现攀升趋势。根据 Bloomberg NEF（彭博新能源）数据显示，全球陆上风电市场前五大厂家市占率达 65% 以上。伴随海上风电发展、装机区域转移和竞价上网等因素的影响，叶片大型化趋势预计将继续，行业集中度继续提高。

### 3) 风机翻新改造市场

由于风资源良好地区的可利用土地资源不断减少，新建陆上风电项目不再享受国家补贴，预计风机翻新改造市场将迎来发展机遇。国外及国内一些大型风电企业建设起步较早，之前使用的老型号叶片已不再是市场主流产品，但随着风机运行年数的增加，许多叶片将需要维护及替换，未来在风机翻新改造上也有较大的市场需求。根据能源行业权威数据库伍德麦肯兹（Wood Mackenzie）的预测，2020 年-2029 年中国风机翻新改造市场的新增容量为 31.4GW，中国将成为 2020 年-2029 年全球最大的风机翻新改造市场。

综上，短期来看，国家发改委公布的《关于完善风电上网电价政策的通知》使 2020 年、2021 年成为了抢装期，客户的订单量出现较快增长，预计 2020 年标的公司的销量将会大幅提升。同时，风机叶片的大型化趋势也对叶片制造企业提出了更高的技术要求，更有利于头部企业的发展。标的公司拥有成熟的研发技术及工艺，可以适应风机大型化的技术要求。在风机翻新市场中，虽然对整机厂商来说重新开模需要的投入及时间成本较高，但标的公司可利用其成熟的工艺协助整机厂商重新开模，实现快速交付。因此，凭借风电市场容量稳步增长及标的



企业自身的核心竞争力，可实现业绩的稳步增长，未来预测具备可实现性，整体估值具备合理性。

### 三、中介机构意见

经核查，资产评估机构认为：

1、标的公司 2020 年 1-10 月已实现收入 155,841.35 万元(未经审计)，占 2020 年全年预测收入 170,800.48 万元的 91.24%；标的公司截至 2020 年 10 月底在手订单金额 40,737.90 万元，占 2020 年全年预测收入 170,800.48 万元的 23.85%；上述两者合计占 2020 年全年预测收入 170,800.48 万元的 115.09%，预计无法实现 2020 年预测收入的可能性较小。标的公司已实现的收入和在手订单与 2020 年预测收入的差异主要因风电行业在 2020 年处于抢装潮中，标的公司收入、订单增幅较大，相关数据不容易准确预测。

2、在对本次交易标的公司的业绩预测过程中，标的公司综合毛利率、费用率等参数与标的公司及可比公司历史财务指标不存在重大差异。

3、本次评估中，标的公司的市盈率低于可比公司平均数和中位数，处于合理水平；标的公司市净率高于可比公司平均数和中位数，主要因标的公司与可比公司具体业务结构有所不同，标的公司整体资产结构较轻，市净率较高，评估值相对净资产的增值率较高。本次评估中，标的公司虽然在短期受风电抢装影响，业绩增长较快，但考虑到风电行业中长期的潜在市场容量和增速仍较为可观，叶片大型化、轻量化的发展趋势以及风机翻新改造市场的开发预计亦将为行业带来更多增长机会，且标的公司具备国内较为领先的交付能力和产品品质，因此预计在中长期仍具备较强的竞争力和盈利能力。综上，标的公司此次评估增值率较高具备其合理性。

（本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于中小板重组问询函（需行政许可）[2020]第 16 号之意见回复》之盖章页）

签字资产评估师：

---

方 明

---

郭韵瑾

---

付 越

上海东洲资产评估有限公司

2020 年 12 月 8 日