

10 英利 MTN1 未能按期足额兑付快评

2015 年 10 月 13 日，保定天威英利新能源有限公司（简称：天威英利）公告确认其发行的 10 英利 MTN1 未按期足额兑付到期中票本息。公告显示，天威英利通过关联方拆迁补偿资金偿还 10 英利 MTN1 本息总计 7 亿元，其中本金 6.43 亿元，利息 0.57 亿元，尚余 3.57 亿元到期本金未能如期兑付。对于未能足额兑付 10 英利 MTN1 本金情况，天威英利给出的理由是“由于连续亏损、拆迁补偿工作进度缓于预期”。

新世纪评级作为本期中期票据的评级机构，在中期票据存续期间，对公司进行了持续跟踪评级，因公司近年来信用质量不断下降而多次下调评级。新世纪评级对本期中期票据的首次评级为 2010 年 5 月 21 日，评级结果为主体 AA 级和中期票据 AA 级，评级展望稳定；2012 年 7 月，新世纪评级维持公司主体 AA 级，评级展望下调为负面，中期票据维持 AA 级；2013 年 8 月，新世纪评级进一步下调公司主体信用等级至 AA 一级，并继续维持负面的评级展望，中期票据级别也下调至 AA 一级；2015 年 7 月，新世纪评级将天威英利主体信用等级下调至 A 级，并继续维持负面的评级展望，中期票据级别下调至 A 级；2015 年 9 月，新世纪评级将天威英利主体信用等级下调至 BB 级，并将其列入负面观察名单，债项级别也调整为 BB 级。具体评级下调观点可参阅新世纪评级相关跟踪评级报告。

对于本次实质性违约，新世纪评级认为天威英利信用质量恶化的原因很多，主要是光伏行业环境的大幅变化，对光伏企业均产生了很大影响，尤其对天威英利等部分风险抵御能力弱的企业，经营状况和财务状况持续恶化，在缺乏外部有效支持的情况下，发生债务偿付违约。

从 2011 年以来，由于欧债危机直接导致欧洲多国持续下调光伏产业补贴和削减光伏电站投资，以及随后欧、美对我国部分光伏产品征收反倾销、反补贴税等原因，我国光伏产业外部需求大幅减少，光伏企业举步维艰。在国家大力扶持、新兴市场需求变大的行情下，我国光伏产品出口环境逐步得到改善，光伏产品的出口结构已经向亚洲倾斜，从以前高度依赖欧美国家逐步转变为多元化的出口格局。除了出口市场结构的良性转变，我国光伏产品对国际市场的依赖程度正逐渐降低，内销的比重日益增加。在这种环境下，多数光伏生产制造企业正逐渐走出

困境，但 YGE（英利中国和天威英利的母公司）等光伏生产制造企业仍处于低谷之中，有一些共性原因。首先，这些企业都进行了垂直一体化产业链延伸（从硅料生产到光伏组件，直至光伏电站），且短期内都以失败告终；其次，发债企业都为硅料生产企业“背了黑锅”，持续大额向硅料生产企业无效输血，最终导致自身失血过多；第三，生产设备购置早，生产成本低，后续需要通过大量技改降低成本，使正常生产受到影响；第四，市场重点均面向欧洲，在欧盟双反后都受到重创；第五，经营性现金流过于缺乏，使得有订单而不能接，市场占有率和市场声誉受到影响；第六，预付高价硅料款金额大，对企业资金形成严重占用；第七，在早期发展中形成的巨额债务使得企业雪上加霜，无法正常投资、融资；第八，关联往来过多，并且“付出很少看到回报”。

对于天威英利后续偿债能力，新世纪评级认为，就天威英利现状而言，债务高企，流动性压力大，自身偿债能力极弱。

虽然本次违约为部分违约，天威英利也表示积极筹措资金，但即使拆迁款全部到位，距 10 英利 MTN1 的全额偿付还有一定的差额。目前，天威英利经营持续亏损，并且被英利系关联企业占用大量资金，而 YGE、英利中国等自身状况较差，预计能对天威英利提供资金支持可能性很小。另外，金融机构面对英利系企业的现状，给予新增融资的难度很大，天威英利后续融资困难。因此，天威英利后续到期债务按时偿付的可能性非常低。

新世纪评级将持续跟踪，密切关注 10 英利 MTN1 的后续进展情况，以及天威英利将在 2016 年 5 月到期需兑付的 2011 年度第一期中期票据（简称：11 威利 MTN1）的兑付方案，及时向市场投资者发布评级观点。