



对天能澄清公告的反驳

2020年5月27日，我们发表了对天能动力国际有限公司（“天能动力”或“公司”）的投资意见（以下简称“报告”），以我们全面的尽职调查作为依据，说明公司正在进行大规模欺诈活动。2020年5月29日，公司发布了一份澄清公告（以下简称“回应”）。我们发现，公司的回应未能以任何有意义的方式解决报告中的很多关键论点。我们进一步强调以下内容，以引起投资者和监管机构的注意。

我们对40个分销商的深入调研显示天能的返利周期明显比披露的要长

公司在回应中指出：“2019年，基础返利通常在分销商下订单后的下一周结算，特别返利通常在分销商下订单后的下个月结算。”¹公司还声称，自2017年以来，没有对返利政策进行重大调整。

我们广泛的调研表明，公司的陈述并不符合实际情况。我们对天能在全国的40家分销商进行了深入调研（“分销商调研”）。我们分销商调研的样本包括来自全国多个省区的13家小型分销商，12家中型分销商和15家大型分销商。令人震惊的是，我们从所有这三组收集到的数据都与公司披露的数据严重不符，也就是说，这些分销商报告了明显长于公司披露的返利周期。

根据分销商调研，分销商在2018年和2019年大约需要2到6周（平均：3周）才能获得基础返利。就特殊返利而言，分销商在2018年通常在4到7周（平均：4.8周）后收到，而在2019年要等到5到7周（平均5.6周）后才收到。除了基础返利和特殊返利外，还有取决于销售量的季度返利和年度返利，这些返利通常在季度或年度结束后1-2个月支付给分销商，而公司在回应中并没有提及这一情况。进一步的尽职调查显示，公司从2017年开始拉长了返利周期，这在时间上与天能在2017年参与成立长兴民间融资服务中心有限公司向分销商提供表外贷款相吻合。

返利结算周期变化					
样本数		总体	小型经销商	中型经销商	大型经销商
		N=40	N=13	N=12	N=15
基础返利结算周期，周					
	2018	2.9	5.5	4.5	1.9
	2019	3.0	5.0	3.8	2.4
特殊返利结算周期，周					
	2018	4.8	6.5	5.4	4.4
	2019	5.6	6.5	5.1	5.6

资料来源：分销商调研

这让我们想起了瑞幸咖啡事件，当时瑞幸咖啡的管理层也将全面而丰富的基层尽职调查称为“误导和虚假指控”和“未经证实的数据”。²

¹ <https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2020/0529/2020052900279.pdf>

² https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1767582/000110465920009486/a20-6511_1ex99d1.htm

本研究报告仅表达阴霆研究的意见。阴霆研究并非投资咨询顾问。本报告及其内容不构成也不包含任何金融产品建议。阴霆研究的研究意见需要您自担风险。关于本报告讨论的任何证券，投资者应寻求自己的财务、法律和税务建议。在做出任何投资决策之前，您应该进行自己的研究和尽职调查。我们对天能的股票持有淡仓，因此，如果股价下跌，我们将获得可观的收益。请参阅本报告最后一页上的完整免责声明。

分销商调研的样本清单

大型经销商 Large Distributors (2019年铅酸电池提货额>1,000万元, 样本数15) (Annual battery procurement in 2019 >RMB10 million, N=15)	中型经销商 Mid-Sized Distributors (2019年铅酸电池提货额<=1,000万元, >500万元, 样本数12) (Annual battery procurement in 2019 RMB5-10 million, N=12)	小型经销商 Small Distributors (2019年铅酸电池提货额<=500万元, 样本数13) (Annual battery procurement in 2019 <RMB5 million, N=13)
浙江省 XX 市天能一级经销商 X 先生	山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	XX 直辖市天能一级经销商 X 女士
山西省 XX 市天能一级经销商 X 先生	湖北省 XX 市天能一级经销商 X 先生	山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生
江苏省 XX 市天能一级经销商 X 先生	安徽省 XX 市天能一级经销商 X 先生	山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生
江苏省 XX 市天能一级经销商 X 先生	江苏省 XX 市天能一级经销商 X 先生	XX 直辖市天能一级经销商 X 先生
江苏省 XX 市天能一级经销商 X 先生	山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	湖南省 XX 市天能一级经销商 X 先生
广东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	陕西省 XX 市天能一级经销商 X 先生	XX 直辖市天能一级经销商 X 先生
山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	河北省 XX 市天能一级经销商 X 女士	河南省 XX 市天能一级经销商 X 先生
广东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	浙江省 XX 市天能一级经销商 X 女士	河北省 XX 市天能一级经销商 X 先生
山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	四川省 XX 市天能一级经销商 X 先生	湖北省 XX 市天能一级经销商 X 先生
河北省 XX 市天能一级经销商 X 先生	四川省 XX 市天能一级经销商 X 先生	XX 直辖市天能一级经销商 X 先生
XX 直辖市天能一级经销商 X 先生	广东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	山东省 XX 市天能一级经销商 X 先生
浙江省 XX 市天能一级经销商 X 先生	广东省 XX 市天能一级经销商 X 先生	湖北省 XX 市天能一级经销商 X 先生
福建省 XX 市天能一级经销商 X 先生	江苏省 XX 市天能一级经销商 X 先生	江苏省 XX 市天能一级经销商 X 先生
浙江省 XX 市天能一级经销商 X 先生		
河北省 XX 市天能一级经销商 X 先生		

资料来源: 分销商调研

根据天能的回应, 该公司“根据最终的实际结算价确认销售”, 即出厂价减去返利后的价格。也就是说, 对于在存量替换市场中售出的每只电池, 公司确认净收入时, 同时还应该确认每只电池的预提返利金额。而当公司实际向分销商结算返利时, 相应返利金额将从预提返利余额中扣除。

公司在对上交所一轮问询的回复中披露了 2016 年至 2019 年平均每只电池的出厂价, 平均返利和实际结算价。根据以下披露, 2017 年, 电池平均出厂价为人民币 140 元, 确认人民币 120 元的净收入, 并计入人民币 20 元的预提返利。到了 2019 年, 平均每只电池的出厂价为人民币 139 元, 确认人民币 110 元的净收入, 并计入人民币 30 元的预提返利。

Average Rebates

单位: 元/只、元/kg

年度	平均出厂价格	平均返利	最终销售价格	最终销售价格波动	铅平均采购价格	铅价波动
2019 年度	139	30	110	-8.96%	14.58	-11.10%
2018 年度	140	20	120	0.39%	16.40	3.86%
2017 年度	140	20	120	17.09%	15.79	25.82%
2016 年度	120	18	102		12.55	

注: 平均返利为平均基础返利与平均特殊返利的合计。

资料来源: 对上交所一轮问询的回复-第 297 页

因此, 对存量替换市场中售出的每只电池, 公司在 2019 年应确认的每只的返利比 2017 年增加 50% (从 2017 年的人民币 20 元增加到 2019 年的人民币 30 元)。根据公司披露的数据, 2019 年的存量替换市场的销售数量比 2017 年增长 36%。即使不延长返利周期, 我们计算到 2019 年底公司的预提返利也应为 2017 年的两倍。

2017年每只电池平均返利 (元)	20	a
2019年每只电池平均返利 (元)	30	b
每只电池平均返利 2019/2017	1.50	c=b/a
2017年存量替换市场销售只数 (百万只)	158	d
2019年存量替换市场销售只数 (百万只)	216	e
存量替换市场销售只数 2019/2017	1.36	f=e/d
估计预提返利 2019/2017	2.05	g=c*f

然而, 天能披露的预提返利不增反降, 从 2017 年底的人民币 4.53 亿元减少到了 2019 年底的人民币 4.29 亿元。我们仍然认为, 天能通过少记预提返利虚增了收入和利润。

天能电池披露的预提返利余额

RMB'000	FYE2017	FYE2018	FYE2019
Accrued Rebates	452,586	202,117	428,568

资料来源: A 股招股书申报稿-第 340 页; 天能电池 2019 财务报表

通过长兴民融向分销商提供表外贷款

公司在回应中回避了我们关于长兴民融向分销商提供表外贷款的指控。

张天任董事长的私人企业天畅控股有限公司持有长兴民融 40% 的股权, 由张董事长的家庭成员控制的浙江畅通科技有限公司持有长兴民融另外 11% 的股权。换句话说, 张董事长及其家人控制着长兴民融 51% 的股权。此外, 天能金融事业部的高管张仁竹先生³在 2020 年 3 月前是长兴民融的法定代表人, 董事长兼执行董事, 而他的前任陈敏如先生是天能动力的前董事。

天能电池在对上交所一轮问询的回复中告诉上交所, 它不参与长兴民融的运营或选择借款人, 贷款决定是由长兴民融独立做出的, 贷款金额与向天能的分销商采购金额无关。

有资金提供融资服务。2017 年、2018 年及 2019 年, 长兴民融以自有资金向公司经销商出借的金额分别为 180 万元、9,963 万元和 15,221 万元; 2018 年及 2019 年, 长兴民融撮合第三方向公司经销商出借的金额分别为 4,185 万元和 9,690 万元。在长兴民融以自有资金或撮合第三方资金向公司经销商提供借贷服务的过程中, 公司未参与长兴民融的业务过程, 未参与经销商的选择; 长兴民融向经销商提供资金系其自身在经批准的业务范围内, 独立自主开展的业务行为, 且该等经销商收到贷款资金额度不与公司向其销售的情况挂钩。

经对比, 2017 年至 2019 年, 该等经销商通过长兴民融获得的贷款金额不到公司向其销售金额的 6%, 占比较低且不存在与销售挂钩的情形, 合计贷款金额不到公司主营业务收入的 1%。

资料来源: 对上交所一轮问询的回复-第 91 页

The Company was not involved in CPFSC's operation or selection of borrowing distributors. The lending decision was independently made by CPFSC and the loan amount was not tied to the distributors procurement amount from the Company.

这是另一个公然的谎言。我们采访了长兴民融的两名贷款经理。他们都称天能为他们的“母公司”, 并表示他们业务运营的首要任务是满足“母公司”的业务需求。据长兴民融的贷款经理称, “母公司”为这些贷款提供担保, 并大量参与向分销商的贷款业务。对于给予天能分销商的贷款, 他们有明确的向天能采购金额的条件作为放款前提。据这些贷款经理介绍, 在 2019 年, 长兴民融用自有资金向天能分销商的放贷总额超过了人民币 2 亿元。长兴民融还通过向其他金融机构提供助贷, 为天能的分销商另外提供了额外超过 2 亿元人民币的贷款。

我们认为实际的情况是, 天能通过提高打款价扩大返利金额, 从经销商的手中压榨现金流。然后, 天能再通过长兴民融和其他小额贷款公司表外提供贷款给分销商。当分销商获得这些贷款并在天能下订单时, 这些带着小贷公司杠杆的现金流入或者回流天能。这种做法让我们对天能的财务状况和实际杠杆水平存在重大疑虑。我们认为, 天能可能故意向监管机构和投资者隐瞒了公司的真实负债水平。

³ <http://www.rhd361.com/special/news?id=d3076557d38e4584a0fed2e1150492ca>

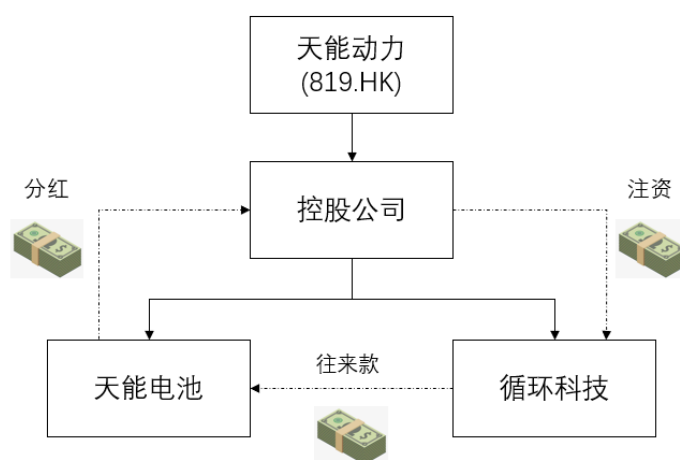
科创板申请人天能电池的通过派息清洗虚假现金

在回应中，公司承认天能电池派发的股息中的人民币 5.35 亿元已流回天能电池，即以电源材料和濮阳再生这两家公司向天能电池偿还借款的方式支付给天能电池。

我们获得了电源材料和濮阳再生的信用报告，截至 2017 年 12 月 31 日，它们各自报告的短期贷款分别为人民币 4,000 万元和零。也就是说，电源材料和濮阳再生所欠的 5.35 亿元债务（如果存在）是在 2018 年产生的，而重组股息回流发生在 2018 年 8 月。根据信用报告，电源材料和濮阳再生的固定资产在 2018 年总共仅增加约人民币 2,000 万元。这两家公司的营运资金似乎也是自给自足的。那么，在 2018 年重组之前，电源材料和濮阳再生为什么需要天能电池人民币 5.35 亿元的贷款？我们怀疑这些贷款是伪造的，目的是为了天能电池收回其支付的股息。

2019 年，天能电池再次向控股公司或天能动力支付了超过人民币 10 亿元的巨额股息。鉴于天能电池能在 2018 年把号称对控股公司的派息又重新收回，鉴于天能电池和天能动力余下业务之间广泛和大额的关联交易，我们认为监管机构有必要弄清天能电池对控股公司巨额派息真实性及其去向。我们建议监管机构扩大审查范围，将天能动力余下业务的账目包括在内，以判断天能电池历史财务报表的真实性。

公司在回应中指出，信用报告的来源是“可疑的”。这毫无依据。我们的信用报告来自在中国人民银行备案的企业征信服务机构。我们理解这些报告中包含的财务数据是公司向地方当局提交的财务数据。我们认为，监管机构应对这些文件进行交叉检查，以验证我们的观点。



资料来源：阴霆研究

虚构预付款

在回应中，天能声称其对洛阳永宁的预付款包含了人民币 1.35 亿新增的区块链应收款。在这里，“区块链”一词背后的概念令人迷惑。这人民币 1.35 亿究竟是天能对洛阳永宁的预付款还是洛阳永宁对天能的应收款？澄清这个概念非常重要，因为结付对供应商的应收款是要计入当期的生产成本，而如果是预付账款则不会计入成本。如果这人民币 1.35 亿实际是对洛阳永宁应收账款的结付，那么天能的当期生产成本必然少计了人民币 1.35 亿。

3、洛陽永寧的預付款項逐年增加具有合理性

洛陽永寧的預付款項逐年增加主要原因是(1)天能電池對洛陽永寧的採購金額逐年擴大。2018年、2019年、2020年1-4月，天能電池向洛陽永寧的含稅採購額分別約為人民幣2.25億元、6.97億元、2.66億元；(2)2019年，天能電池對洛陽永寧的預付款項新增約人民幣1.35億元的區塊鏈應收款。區塊鏈應收款是以企業真實、合法的背景為基礎，採用區塊鏈技術對基於交易合同形成的債權債務關係的收款人、付款人、金額、付款日期、附帶利息等信息進行記載確認，支持債權流轉的電子支付結算和融資工具。公司與浙商銀行開展合作，通過其應收款鏈平臺辦理區塊鏈應收款的簽發、承兌、保兌、支付、轉讓、質押、兌付等業務。

资料来源：天能动力2020年5月29日的澄清公告

在公司对上交所一轮问询的回复当中，天能也有对洛阳永宁区块链应收款的解释。从以下的披露中可见，区块链金融业务是基于洛阳永宁对天能的应收账款，而非天能对洛阳永宁的预付款。天能在对上交所的回复中明确提到此项目是被计入“应付票据”科目。

24.3 根据申报材料，公司2019年6月末货币资金中存在区块链保证金525万元。请发行人说明上述区块链保证金的具体情况。

回复：

公司2019年6月末的区块链保证金系公司签发的区块链应收款的保证金，保证金比例为15%。2019年6月末，公司签发的区块链应收款余额3,500万元，报表列报为应付票据科目，对应保证金余额为525万元。区块链应收款指的是以企业真实、合法的背景为基础，采用区块链技术对基于交易合同形成的债权债务关系的收款人、付款人、金额、付款日期、附带利息等信息进行记载确认，支持债权流转的电子支付结算和融资工具。报告期内，公司与浙商银行开展合作，通过其应收款区块链平台办理区块链应收款的签发、承兌、保兌、支付、转让、质押、兑付等业务。

As of the end of June 2019, the Company had blockchain receivables of RMB35 million, recorded as bills payables

公司截至2019年6月末签发的区块链应收款余额明细及保证金金额对应情况如下表所示：

单位：万元

签发单位	收款人	签发金额	签发日期	到期日	保兑人	保证金
天能电源	洛阳永宁有色金属有限公司	3,500.00	2019-6-12	2020-6-11	浙商银行	525.00

资料来源：对上交所一轮问询的回复-第300页

从浙商银行官网中⁴我们也可以看到，其区块链金融业务是基于企业应收款，也就是对约定产品或服务已经发生并完成的交易。并没有基于预付账款的区块链业务。

我们还访谈了平安银行的一位供应链金融产品经理。该经理对区块链应收款业务非常熟悉，因为区块链应收款也是供应链金融的一种。专家明确地告诉我们，区块链应收款在核心企业（即天能）的资产负债上表上始终应计为应付账款。现在国内并没有给上游供应商预付款的区块链金融，因为核心企业

⁴ http://www.czbank.com/cn/corporate/corporate_banking/investment_service/qklysk1/201812/t20181210_15853.shtml

对供应商大额预付款情况并不多见。我们认为在热词“区块链”的掩盖下，天能把对洛阳永宁的应付票据记为了预付款，也就是说，把一个负债项变成了资产项，从而严重虚增利润。

平安银行供应链金融产品经理访谈记录

“区块链应收款是供应链金融的一种，就是底层加了区块链技术，本质类似于传统保理业务…区块链应收账款的债务人永远是核心企业，对于核心企业的报表始终有应付账款…应收款是指供应商基于和核心企业的贸易背景合同已经履行了服务约定，核心企业也已经确认供应商已经完成了服务或商品交接，并确认比如在三个月或六个月以后会把这笔给到供应商。”

“预付款是指上游还没有提供服务和劳务，要给一笔订金，和应付款是完全两个东西。现在没有给上游供应商的区块链金融业务的预付款融资。一般核心企业是强势的，怎么会给供应商预付款？”

与大客户江苏新日控股股东之间的非贸易往来

公司完全回避了对河南晶能可疑收购的评论。

2017年11月，天能以人民币3,400万元的对价，从张崇舜手中收购河南晶能电源有限公司（“河南晶能”）81.67%的股权。⁵张崇舜是江苏新日电动车股份有限公司（“江苏新日”）的控股股东，而江苏新日是天能新车配套市场业务的前五大客户之一。根据天能电池的披露，河南晶能主要从事铅酸电池的生产。

中国的信用报告显示，河南晶能可能是会计操纵的工具。首先，河南晶能向地方当局报告的截至2017年底的净资产为人民币2,600万元，而总部位于湖州的资产评估事务所对河南晶能截至2017年11月30日的净资产估值为人民币5,400万元！其次，截至2017年年底，河南晶能负债总额高达人民币2.29亿元，杠杆比率高达9倍。该等负债主要包括其他应付款项人民币1.25亿元及应付账款人民币9,400万元。第三，河南晶能2017年营业收入为人民币1.76亿元，亏损却超过人民币4,000万元。

换句话说，天能以净资产价值溢价60%的价格从大客户手中收购严重亏损企业，合并了一批很可能非常老旧的固定资产（河南晶能成立于2009年）和人民币2.2亿元的应付款。截至2017财政年度，河南晶能未能产生现金来结清应付款，资产负债表上的现金几乎可以忽略不计。所以，天能在收购河南晶能时，肯定知道需要以自有资金支付这人民币2.2亿元的负债。我们担心的事情可能已经发生了，在2019年，天能电池给河南晶能转入了人民币2.37亿元，并将这笔款项在天能电池（母公司）资产负债表中记录为其他应收款。

⁵ 资料来源：A股招股说明书草案-第44页。

Top 5 other receivables as of the end of the reporting period

(6) 期末其他应收款金额前 5 名情况

单位名称	款项的性质或内容	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例(%)
天能神福得	暂借款	487,108,024.40	6个月以内	22.84
动力能源	暂借款	431,172,808.09	6个月以内	20.21
天能贵州	暂借款	292,447,152.47	6个月以内	13.71
天能河南	暂借款	272,285,748.42	6个月以内	12.76
Henan Jingneng 河南晶能	暂借款	237,303,877.18	6个月以内	11.12
小计		1,720,317,610.56		80.64

资料来源: 天能电池 2019 财务审计报告

我们相信,监管机构将会与我们有相同的好奇,究竟谁是这人民币 2.2 亿元欠款的债权人? 我们怀疑,如果河南晶能债权人的背后是内幕人士,这可能是另一种洗掉虚假现金的手段。

更可疑的是,天能电池在 A 股招股书申报稿中告诉投资者,“为聚焦主业,河南晶能正在分立”⁶。河南晶能难道不是从事铅酸电池业务? 它不是刚刚从天能电池获得了人民币 2.37 亿元吗? 在一个公司介绍的网页里,河南晶能以天能集团第九家生产基地自居,并表示其在 2019 年底正进一步提升技术和生产能力。我们被这些互相矛盾的披露弄得有点摸不着头脑。

未披露的关联交易

我们认为,沐阳新天,浙江畅通和长兴长顺的股权结构发生历史变化的目的,是为了避免根据香港上市规则进行的关连交易的披露。我们认为,香港交易所应研究在过去十年中实际上控制这些关联方的人士。我们审阅了这些关联方的工商局备案文件,发现这些关联方一直由张董事长的同伙持续控制和管理。

我们还要强调的是,浙江畅通的工商局文件显示,名叫张梅娥的人士持有其 90% 的股权。在天能动力 2007 年 IPO 招股说明书中,张梅娥被披露为张董事长的妹妹。根据我们的理解,这意味着,天能动力与浙江畅通之间的交易应当作为香港上市规则之下的关连交易进行披露。

天能动力在其 2007 年 IPO 招股说明书中告诉投资者,由于内部产能的增长,他们将终止与长兴长顺的交易。这是另一个公然的谎言。在最近的四年里,我们依然看到了这些交易。天能动力所做的就是重组股权安排,以避免在香港的公开文件中进行关连交易的披露。

⁶ 资料来源: A 股招股说明书草案-第 55 页。

Our Directors expect that the total purchase of products from Changxing Changshun will be reduced to approximately RMB3.7 million in the financial year ending 31 December 2007 and our Directors expect to terminate those transactions made between Changxing Changshun and our Company in the financial year ending 31 December 2008. Such estimate is based on the projected growth of our production capacity and the total expected amount of products required from Changxing Changshun. Our Directors expect that due to the expected increasing production capacity of our plastic production division and our increasing capability to produce plastic cases for more models of our battery products, less plastic cases would be needed to be purchased from our suppliers including Changxing Changshun.

资料来源: 2007年首次公开招股说明书 – 第136页

在A股招股书申报稿中, 天能申请了豁免, 不披露其与沐阳新天, 浙江畅通, 长兴长顺和孟州塑业的交易条款。

电池产品的塑壳也系公司向沐阳新天、畅通科技、长顺塑业、志兴塑业等关联方采购的主要品种。
The company also procures plastic casing from Shuyang Xintian, Zhejiang Changtong, Changxing Changshu and Mengzhou Plastic

报告期内, 公司向上述关联方采购的平均单价与向可比第三方主体采购同类产品的平均单价的比较情况已申请豁免披露。

The company has applied for waivers to not disclose the comparison between the average procurement price of these related parties and comparable third parties.

资料来源: 对上交所一轮意见的回复 – 第155页

为了取得豁免, 天能荒谬地表示“公司难以取得沐阳新天、畅通科技、长顺塑业等关联方向第三方采购塑料的价格等相关资料”。要知道, 这些公司都是由张董事长的亲戚控制。我们认为, 监管机构应要求张董事长透露这些关系背后的真相。

场公允价格由双方协商确定, 定价公允。公司难以取得沐阳新天、畅通科技、长顺塑业等关联方向第三方采购塑料的价格等相关资料, 且公司自身向第三方销售塑料的金额相对较小, 销售塑料的品种、规格等也差异较大, 无法直接将关联销售与第三方销售的价格进行对比。公司报告期内向关联方销售塑料的平均毛利率水平已申请豁免披露。
It's hard for the company to obtain the pricing information for third-party procurements of Shuyang Xintian, Zhejiang Changtong and Changxing Changshun...the company has applied for a waiver...

资料来源: 对上交所一轮意见的回复 – 第156页

我们获得了沐阳新天, 浙江畅通和长兴长顺的中国信用报告。不出所料, 这些关联方几乎所有收入都来自天能。自2018年以来, 天能电池披露的向这些关联方的应付账款比其在各自信用报告中显示的应收账款高得多。我们怀疑天能与这些关联方交易的真实交易规模没有向公众披露。而且至少有两套账目来记录这些关联交易, 我们怀疑天能的内部人士可能会通过这些交易从上市公司中窃取大量现金。

Account Receivables of Zhejiang Changtong

RMB'000	2016	2017	2018
Account Receivables Disclosed in Credit Report	92,389	96,426	87,937
Tianneng's Payables to Zhejiang Changtong	105,444	86,977	163,981
% of Revenue from Tianneng Battery	114%	90%	186%

资料来源: 信用报告, A股招股书申报稿

Account Receivables of Changxing Changshun

RMB'000	2017	2018	2019
Account Receivables Disclosed in Credit Report	26,756	26,756	25,896
Tianneng's Payables to Changxing Changshun	29,213	41,592	38,991
% of Revenue from Tianneng Battery	109%	155%	151%

资料来源: 信用报告, A股招股书申报稿, 天能电池 2019 年年报

对库存周转的操纵

天能在回应中提到其“根据行业惯例, 存货周转率按照营业成本除以平均存货余额计算”。事实上天能的营业成本比生产成本高出 54%。之前的差额主要是其他非主营业务构成的, 里面最大一部分是贸易业务。换句话说, 天能通过数额巨大的贸易业务稀释其库存周转天数。

RMB'000 人民币千元	2016	2017	2018	2020
(1) Cost of production 生产成本	15,636,383	19,644,099	24,252,095	23,625,119
(2) Operating cost 营业成本	18,083,533	22,948,355	29,902,369	36,465,400
Operatin cost % higher than cost of production	16%	17%	23%	54%
Difference between (1) and (2)	2,447,150	3,304,256	5,650,273	12,840,281
Other business revenue 其他业务收入	2,122,940	2,376,680	5,351,260	12,391,519

单位: 万元

项目	2019 年度		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
再生资源业务	-	-	107,159.35	20.03%	161,355.96	67.89%	106,800.28	50.31%
贸易业务	1,002,628.56	80.91%	296,652.38	55.44%	15,417.93	6.49%	52,019.47	24.50%
废旧电池等废料	154,215.24	12.45%	91,083.10	17.02%	27,797.39	11.70%	5,057.58	2.38%
其他	82,308.08	6.64%	40,230.75	7.52%	33,097.03	13.93%	48,417.04	22.81%
合计	1,239,151.88	100.00%	535,125.57	100.00%	237,668.31	100.00%	212,294.38	100.00%

资料来源: 对上交所一轮意见的回复 - 第 189 页

我们认为公司是故意操纵库存周转的计算方法以掩盖其异常的财务科目。根据我们的正常计算, 天能电池的存货周转天数 (不包括贸易业务) 在 2019 年为 54 天, 对比过去几年显著增加, 也远超同行超威电池的库存周转水平。

公司还提到其 2019 年库存余额的增长来自于其电池销量的增长, 在 2019 年增速为 11%。公司避而不谈的是其 2019 年铅的平均采购价格也比同期下跌了 11%⁷。所以其库存的价值, 包含产成品和半成品的价值也会相应下降。天能 2019 年总的生产成本比 2018 年下跌了 3%, 而其期末库存却比 2018 年同期显著上升了 26%。我们认为这是一个财务异常信号。

综上, 我们仍然看空天能动力。

⁷ Response to SSE Comments, p. 297

免责声明

阴霆研究或其负责人均不是注册投资顾问，也未在任何司法辖区获得从事投资咨询业务的许可，本文中表达的意见不应理解为投资建议。本报告表达了我们的观点，这些观点基于公开收集的事实和我们对收集的证据的分析，包括我们对所分析公司的员工和管理层所作表述的理解，我们在研究报告中列出了支持这些观点的证据。我们基于公开信息进行研究，任何感兴趣的其他人可以以同样的方式进行研究。

本文档仅供参考。本文档不是买卖证券的要约或要约的邀请。我们已尽一切努力确保本文中包含的所有支持我们观点的信息都是准确可靠的，并且是从我们认为准确可靠的公共渠道获得的，并且这些人不是所涉股票或公司的内部人士。但是，我们不保证其准确性或完整性，也不应作为事实依据，尤其是天能国际动力有限公司（以下简称“天能”或“公司”）以及天能的内部人士，代理人 and 代表可能拥有与本文讨论的事项可能相关的重大非公开信息。不要认为本报告在发布前得到了报告中提到的任何人或公司的审查。

从我们研究和分析的内容可以明显看出，我们花费大量时间和精力来确保我们的研究分析和书面材料是完整和准确的，我们力求准确性和完整性以支持我们的观点，并且我们真诚地相信这一点。但是在我们的编写的所有内容中，此类信息按“原样”提供，没有任何形式的明示或暗示保证。所有意见表达如有变更，恕不另行通知，并且我们对于任何此类意见和信息的准确性，及时性或完整性，或从使用中获得的结果，均不做任何明示或暗示的陈述。我们不做任何更新与此有关的任何信息的承诺。您应该假定此处包含的所有陈述都是我们的观点，而不是事实陈述，即使某些陈述可能可以被认为是事实。

我们正在行使在公开论坛上发表此类意见的权利。任何投资都涉及重大风险。任何预测或估计仅用于说明之目的，不应视为对最大可能损失或收益的限制。本报告中包含的任何信息均可能包含前瞻性陈述，期望和预测。您应该假设这些类型的陈述，期望和预测可能不正确。

您应假设阴霆研究或其负责人，阴霆研究的某些研究和尽职调查联系人，顾问，关联公司和/或客户在天能的股票或债务和/或股票期权中可能有空头头寸，因此，在天能股价下跌时可能获得重大收益。您还应该假设，在本报告发布后，上述个人和实体可以继续从事其中涵盖的证券的交易，并且在此后的任何时候都可能是多头，空头或中性的，无论本报告的初衷如何。

阅读和使用我们的报告需要您自担风险，最重要的是，请您自己进行研究。