

未评级

明阳风电 (MY.US)**订单快速增长，业绩拐点显现****市场数据**

报告日期	2014.4.22
收盘价(美元)	2.71
总股本(亿股)	1.25
总市值(亿美元)	3.39
净资产(亿美元)	5.03
总资产(亿美元)	18.73
每股净资产(美元)	3.97

数据来源: Wind

事件:

我们于 2014 年 4 月 17 日下午到中山市明阳工业园拜访了明阳风电 (MY.US) 的资本市场总监李新女士，就公司 2013 年经营业绩和近期公司经营状况做了交流。

我们的观点:

我们认为明阳风电 (MY.US) 作为中国第三大风电整机制造商，产品具有较强的市占率和市场竞争力。公司 2013 年经营业绩不佳，毛利率下降主要是 2012 年承接订单价格较低，经营亏损主要是主要受印度子公司的亏损以及应收呆账拨备所致。公司计划自己运营风电厂，目标 2015 年 250-500MW，今年海上风电产品亦是公司的亮点，预计今年海上风电产品出货量 50MW。公司在 2013 年 Q4 起新增订单明显增加，并在 2014 年 Q1 继续维持较高订单趋势，公司在手订单超过 3GW。毛利率方面预计亦有好转，2014 年 1 季度经营业绩转正，全年实现经营业绩拐点，建议投资者密切关注。

会议要点如下:**公司基本情况**

明阳风电成立于 2006 年 6 月，总部位于广东中山，是中国目前最大的非国有控股风电设备制造商，2013 年国内厂商出货量排名第三，中国新增装机市占率 8%，公司致力于兆瓦 (MW) 级风力发电机的设计、制造、销售及服务。

2013 年经营业绩：公司 2013 年营收人民币 28.45 亿元，同比下降 1.67%，毛利率 9.22% (2012 年毛利率为 12.78)；营业利润为亏损 6.41 亿元，2012 年为亏损 1.89 亿元；股东净亏损 5.17 亿元，2012 年亏损 2.84 亿元。

2013 年公司印度合资公司总共减值和拨备 1.99 亿元，公司的坏账拨备 1.45 亿元，总计非现金亏损 3.44 亿元。

兴证香港研究部

分析师：鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

1、公司 2013 年经营业绩及行业情况。

今年国内风电规划 18GW，根据所有下游厂商的统计可能到 22GW，所以我们预计新增装机 18-22GW。

现在风机价格同比涨了 300 元/瓦，售价 3800-4100 元/瓦，金风的价格要比我们高点，公司价格在行业内属于中等偏上。

去年四季度做了财务数据很多减值，做了 2.2 亿减值，净资产减值，2000 万存货减值，我们应收账款减值做有 1.7 亿，后来又收回来 3000 万，所以做了 1.45 个亿坏账拨备，市场反应还 OK。

如今风机市场的集中度越来越高，远景是公司较强的竞争对手。

2、公司新签订单合同的情况？

公司已签合同的订单是 3GW，金风是超我们 2 倍。以前每年基本一直保持 2.2GW 上下，去年一下子冲到了 3.0GW，2013 年全年新签了 1.82GW，四季度新签了将近 800MW，今年第一季度量也非常好，今年一季度环比没增长，同比有翻番量，整个趋势很好。

3、公司风机毛利率的情况？

毛利率维持在 12-15 个点，去年因为确认收入是前年的低价订单，所以去年毛利率比较低。

与金风的毛利率区别，金风的毛利率里面加了 3.3 个点质保，明阳的毛利率若按 PPT 的资料算实际上是毛利率也到 17-18%，因为这里面含有 3.3 个点的质保，我们所说的一般毛利率并没包含这个收入。明阳去年三季度 13.2% 毛利率，其中风机是 14.2%，如果加上 3.3%，毛利率也有 17.5%，比金风的还 16 点多还高一点。

4、公司风机销售的确认为收入时间？客户付款的流程？

另外金风的确认收入时点是出货时确认，我们是吊装调试签字后才确认，时点上要靠后一点。风机吊起来，调试后，签了字，再确认，从调试完后 240 小时运转无问题才能并网，并网所以还在我们确认收入之后。

客户风机付款，不同客户或订单合同也不同，大致上比如订货 10%，发货 30-40%，确认 30-40%，最后质保出了 10%。

5、印度子公司的亏损情况以及后续处理？

去年印度公司亏了3个多亿，今年再做一些动作，尽量把印度公司不并到表里，这样印度亏多少跟利润没关系，公司的投资也全亏光了。

印度是有订单，但是产品认证出不来，肯能要今年三季度认证出来，每个季度亏4000万(注：个人理解这里指的应该是13年情况，14年单季度亏损应该没有那么多)，市场等不了那么久，所以通过一些法律手段来做。即使投资资金亏完了还要并表，即使之后破产剥离啥的后再加回报表来，会计规则就是这么做的。如果印度子公司变成合营联营公司，计算投资利润和亏损(注：个人认为改变合并报表为联营方式，可能会影响毛利率表现和合并表的总利润表利润数额，但不影响股东部分的净利润数据)，还可能有冲回，整个投资1.2亿，亏了2亿，有些东西无法冲回。公司想修改股权，涉及法律内容，也比较棘手，正在洽谈中。

6、2014年经营计划？

今年内部排产2.2GW，这些是要下单加工的，另外出货有个时间延迟，确认收入一般少于出货量。去年排产1.2GW，确认900MW。产能不存在问题，公司全部可以做到4GW，在甘肃和新疆有2个新生产基地。

今年风机价格稳在之前高一点，成本降点，毛利高一点，三项费用做个调整控制。应收款没那么多了，财务费用降点，研发费用不变。

7、部分产品出质保期后的增量收入以及应收尾款情况？

公司已出售过2500台风机，今年有1000台风机出质保，在与客户谈出了质保的维修维护协议。GE一年维护费是5万美元/台，估计我们收个8-10万/台就不错了。公司的产品大部分都是3-4年，之前并没有大量风机出质保期的。

维修维护这块大的公司都想自己做，如果他们能做了维修维护，实质上都可以自己做风机了。明阳在一个风场一般有2-3个公司的人驻守，这是公司提供的服务。

8、海上风电产品情况？

海上风产品是我们的优势。这是一款海上风机，双叶片，混合驱动。直驱和双馈都各有缺点，直驱很大，吊装麻烦，双馈零部件多，维护多。行业的最终方向世界上直驱和双馈的风机发展趋势混合。

珠海桂山的这个项目，总规模是700MW，一期的第一批100MW，公司中87MW。可能明年再招标第二批100MW，公司今年出货预计海上风机出货量是50MW。公司提供整体解决方案，包括导管架，公司做总包，做技术，混凝土施工等公司不做，

由业主指定。

海上风电毛利率高，比陆地产品多的毛利率基本都转换为净利润率。今年说是中国海上风电元年，海上标杆电价还没有定，将来可能跟太阳能一样的模式。

9、经营风电运营场的规划？

风电运营场，我们有一些想法，我们今年做一些少少量，在新疆，明年做多一些，明年朝着 250-500MW 的量。我们计划收购类似一个有资源的公司，以前公司拿路条换公司产品出售，做 EPC 方面的。

一个 50MW 项目路条，卖 2000-4000 万收入。以前想法是多带动设备销售，扩大市场占有率。现在还不如自己做电站，卖电站。自己做电站就不能确认为风机收入了。现在不在强迫排名了。

10、风机运输费用谁支付？

运费由公司支付。所说的 3800 的价格包括 17% 的税，运费体现在管理费用里面。

11、电价下调？

电价下调，先放出口风给媒体，然后找企业座谈，再找机构评估，可能不会那么快，现在才是放风阶段。风机下游太强势，赚的盆满钵满，降电价要整个产业都赚到钱再说。

12、应收账款和资金压力？

应收账款 42 亿，主要还是五大国有，有 28 亿没有逾期，是合同内，14 亿超期，10 个亿是 1 年之内的，4 亿是超期的，按 25% 计提准备。

公司将应收转嫁到应付方面。因为风电场比较强势，行业都是一层压一层。公司的经营现金流是正的，有 3 个亿。所有的费用都是非现金的，今年有一些出质保的风机，押住的 10% 的尾款将回收，一台风机 500 万，那么就回收一台 50 万尾款，5 个亿，还有 8000 万维修收入。

13、资本开支和融资需求？

公司目前的价格太低，PB 才 0.5 肯定不行。

资本开支很小，当地政府都是送地等优惠政策，今年 1 个亿左右。

14、回归 A 股上市？

没计划。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。