

跟踪评级公告

联合[2014] 1249 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广东明阳风电产业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望由负面调整为稳定，并维持“12粤明阳MTN1”AA⁻的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广东明阳风电产业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定上次评级结果：AA⁻ 评级展望：负面

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
12 粤明阳 MTN1	10 亿元	2012/01/12~ 2015/01/12	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间：2014 年 7 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.28	14.64	10.24	9.37
资产总额(亿元)	97.84	107.99	104.96	104.22
所有者权益(亿元)	31.32	29.79	30.17	30.25
短期债务(亿元)	31.35	26.44	23.53	24.02
全部债务(亿元)	31.35	37.45	33.45	33.96
营业收入(亿元)	48.02	28.90	35.79	6.01
利润总额(亿元)	0.89	-1.92	0.25	0.07
EBITDA(亿元)	1.65	0.29	2.91	--
经营性净现金流(亿元)	-6.82	-4.44	-1.28	1.42
营业利润率(%)	14.90	13.21	12.43	7.32
净资产收益率(%)	2.35	-6.57	0.36	--
资产负债率(%)	66.76	72.41	71.26	70.97
全部债务资本化比率(%)	50.02	55.69	52.58	52.88
流动比率(%)	141.11	141.77	136.02	137.58
全部债务/EBITDA(倍)	18.96	127.67	11.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.14	0.22	1.87	--
经营现金流/流动负债(%)	-11.25	-7.41	-2.22	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计

分析师

高利鹏 王 毓

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，宏观经济环境不甚明朗，环保压力日趋加大，在此背景下，国家针对新能源产业出台了一系列支持政策，前期产能急剧扩张的风电行业经历了盘整洗牌后，整体经营状况有所改善。但是，风机企业间竞争仍然较为激烈，对风电设备制造企业经营造成了一定压力。

作为国内综合竞争力较强的风电企业，广东明阳风电产业集团有限公司（以下简称“公司”）2013 年新增装机容量市场份额升至国内第三位，并继续在产品差异化和市场开拓方面加大投入，随着下游电力公司风电场项目的陆续开发，公司订单开始陆续交货，产量及销量显著回升，受益于政府补助等营业外收入和投资收益，公司实现了利润扭亏。随着风电行业触底回暖以及较高利润水平订单的陆续执行，公司盈利有望提升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，受订单执行周期影响，跟踪期内产品价格仍在下降区间，导致公司毛利率有所下降，公司应收账款规模较大，以及短期支付压力大等因素给公司信用基本面造成的不利影响。

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁻ 的主体评级，评级展望由负面调整为稳定，并维持“12 粤明阳 MTN1” AA⁻ 的信用等级。

优势

1. 2013 年公司新增装机容量上升至全国第三位，行业地位有所加强。
2. 公司持续技术研发投入，超紧凑 SCD6.0/6.5MW 海上风电机组和新叶片模组下线，产品差异化策略有利于附加值和并网运行率的提高。
3. 公司与包括五大电力集团在内的下游客户建立了稳定的战略合作关系，为公司业务发展提供了良好的保障。

4. 跟踪期内，公司收入规模增长显著，并实现了利润扭亏。
5. 跟踪期内，公司若干重要订单开工建设，为后期利润规模的提升奠定了基础。

关注

1. 风电行业竞争激烈，行业回暖尚需时间巩固，存在一定不确定性。
2. 公司应收账款规模大，销售回款周期较长，对公司造成较大的资金压力。
3. 公司期间费用规模较大，侵蚀营业利润。
4. 公司短期支付压力较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东明阳风电产业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东明阳风电产业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东明阳风电产业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东明阳风电产业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东明阳风电产业集团有限公司主体长期信用及存续期内“12 粤明阳 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广东明阳风电产业集团有限公司（以下简称“公司”或“明阳风电”）成立于 2006 年 6 月，前身为广东明阳风电技术有限公司，2009 年变更为现名。公司初始注册资本为 3000 万元，由中山市明阳电器有限公司、中山市康域实业发展有限公司和自然人王松共同出资组建。历经数次增资和股权变更后，2011 年底注册资本达到 54836.73 万元（同目前）。2010 年 10 月，以公司为经营实体的中国明阳风电集团有限公司（以下简称“中国明阳”，通过下属于公司持有公司 100%的股权）在纽约证券交易所上市，股票代码为“MY”，募集资金 3.5 亿美元。公司的实际控制人为张传卫、吴玲夫妇，两人间接持有公司 22.88%股权（详见附件 1-1）。

公司经营范围：生产经营风力发电主机装备及相关电力电子产品；风电工程技术及风力发电相关技术咨询、技术进出口业务（国家限制、禁止类除外）。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有 20 家全资及控股一级子公司，形成了 8 个生产基地。截至 2014 年 3 月底，公司本部设有战略投资部、市场营销部、质量部、工艺与技术支持部、采购部、工程服务部、财务会计部、人力资源部、投资者关系部等具体运营部门。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 104.96 亿元，所有者权益 30.17 亿元（含少数股东权益 0.80 亿元）；2013 年公司实现营业收入 35.79 亿元，利润总额 0.25 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 104.22 亿元，所有者权益 30.25 亿元（含少数股东权益 0.79 亿元），2014 年 1~3 月实现营

业收入 6.01 亿元，利润总额 0.07 亿元。

公司注册地址：广东省中山市火炬开发区；
法定代表人：张传卫。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会

保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会

提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

风电行业属于可再生能源行业，也是清洁能源的代表之一。作为中国新能源战略的重要组成部分，风电也获得了国家政策方面一定的倾斜。

近几年，在节能减排、大力发展新能源产业的政策引导下，中国风电行业发展迅速，装机容量迅速提升，目前已经成为世界范围内风电产能最大的国家。2013 年全球风电产业新增风电装机容量 3546 万千瓦，较 2012 年 4471 万千瓦的增量下降了 20.69%，新增装机首次出现负增长。但与全球形势相反的是，中国 2013 年新增装机容量 1610 万千瓦，同比增长 24.30%，累计装机容量为 9142 万千瓦，均居全球首位，国内新增装机容量增速已经出现了明显的回升。

2013 年，中国新增风电装机厂商的情况也有了较大变化，排名前二十的企业占据了国内 96% 的市场份额，其中金风科技新增装机容量排名保持第一，达到 3750.25 兆瓦，占据 23.3% 的市场份额，其后依次为联合动力、明阳风电、远景能源和湘电风能。

2013 年，新增装机排名前十的风电机组制

造商所占市场份额由 2012 年的 81.2% 进一步下降至 77.7%。排名前五的风电机组制造商中，除联合动力新增装机量同比下降 26.7% 之外，金风科技、明阳风电、远景能源和湘电风能的新增装机容量同比均有提高，分别上升了 48.7%、13.5%、107.4% 和 17.8%。2012 年排名第三的华锐风电 2013 年降至第七。

表 1 2013 年中国新增风电装机前 10 制造厂商

号	制造厂商	新增装机容量 (MW)	市场份额(%)
1	金风科技	3750.25	23.3
2	联合动力	1487.5	9.2
3	明阳风电	1286	8.0
4	远景能源	1128.1	7.0
5	湘电风能	1052	6.5
6	上海电气	1014	6.3
7	华锐风电	896	5.6
8	重庆海装	786.7	4.9
9	东方汽轮机	573.5	3.6
10	运达	538.75	3.3

资料来源：中国风能协会

尽管中国风电整机制造企业的技术水平已接近国际先进水平，但跟踪期内仍然面临着行业产能过剩的消解问题。有鉴于厂商之前采取压低报价抢占市场份额、毛利率水平不断下降的恶性竞争，为了引导全行业向技术升级的健康方向发展，同时出于能源结构调整的需求，缓解日益严重的环保压力，国家相继出台了一系列政策，以优化风电行业的整体发展环境。

2013 年 1 月，国务院《能源发展“十二五”规划》明确指出要加快发展风能等其他可再生能源，优化风电开发布局，有序推进华北、东北和西北等资源丰富地区风电建设，加快风能资源的分散开发利用。协调配套电网与风电开发建设，合理布局储能设施，建立保障风电并网运行的电力调度体系。积极开展海上风电项目示范，促进海上风电规模化发展。

2013年3月,国家能源局《关于做好2013年风电并网和消纳相关工作的通知》,高度重视风电的消纳和利用,把提高风电利用率作为做好能源工作的重要标准,保障风电装机持续稳定增长。同月,财政部发布《关于预拨可再生能源电价附加补助资金的通知》,预拨可再生能源电价附加补助资金,用于收购本级电网覆盖范围内可再生能源发电上网电量等相关支出,以支持可再生能源的发展。

2013年5月,国务院印发《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》,将风电项目审批权下放到省级发改委,政策性的审批权限的下放为加快风电项目的发展提供了必要的条件。

2013年9月,国务院发布《关于印发大气污染防治行动计划的通知》,指出控制煤炭消费总量。制定国家煤炭消费总量中长期控制目标,实行目标责任管理。到2017年,煤炭占能源消费总量比重降低到65%以下。京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长,加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤。京津冀、长三角、珠三角等区域新建项目禁止配套建设自备燃煤电站。加快清洁能源替代利用,开发利用地热能、风能、太阳能、生物质能,到2017年,非化石能源消费比重提高到13%。

2014年1月,国际能源局发布《国家能源局关于印发2014年能源工作指导意见的通知》,指出优化能源结构,有序发展风电。制订、完善并实施可再生能源电力配额及全额保障性收购等管理办法,逐步降低风电成本,力争2020年前实现与火电平价。

2014年2月,国家能源局发布《国家能源局关于印发“十二五”第四批风电项目核准计划的通知》,列入“十二五”第四批风电核准计划的项目总装机容量2760万千瓦,继续推动和大力支持风电发展,做好列入核准计划风电项目的配套电网建设工作,落实电网接入和消纳市场,及时办理并网支持性文件,加快配套电网送出工程建设,确保风电项目建设与配套电

网同步投产和运行。

2014年4月,国家能源局发布《国家能源局关于做好2014年风电并网消纳工作的通知》,解决风电并网和消纳问题,优化风电并网运行和调度管理,加强风电基地配套送出通道建设,重点保障哈密风电基地二期、酒泉风电基地二期第一批项目和增加京津冀地区清洁能源供应而规划建设的张家口风电基地二期、承德风电基地二期以及内蒙古自治区乌兰察布市风电基地、锡林郭勒盟风电基地等项目的配套送出通道的规划和建设,确保上述项目如期、顺利并网运行。

由于国家政策扶持,风电并网及弃风限电问题得到了一定程度的缓解。2012年国内风电总装机容量达到7536万千瓦,但是并网容量仅6083万千瓦,有19%的风电机组当年不能并入电网。相较而言,2013年中国新增并网容量1449万千瓦,累计并网容量7716万千瓦,同比增长23%。2013年风电利用小时数也提高了184小时,达到2074小时,弃风率由19%降至11%。

根据《风电发展“十二五”规划》,到2015年,全国累计并网运行的风电装机容量要达到1亿千瓦,年发电量达到2000亿千瓦时。到2020年,风电总装机容量超过2亿千瓦,其中海上风电装机容量达到3000万千瓦,风电年发电量达到3900亿千瓦时,力争风电发电量在全国发电量中的比重超过5%。

长远看,风力发电作为世界各国新能源的发展重点,来自政府的政策支持逐步落实,技术水平也在日益完善。未来,在解决并协调好风电项目及电网配套建设瓶颈的前提下,中国风电行业的发展仍有较为广阔的空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底,公司注册资本54836.73万元。中国明阳风电集团有限公司通

过下属子公司持有公司 100%的股权。公司的实际控制人为张传卫、吴玲夫妇，两人间接持有公司 22.88%股权。

2. 企业规模

公司主要从事风力发电机组设备的生产和销售，同时为风电运营厂商提供从风电场前期测风、风资源评估、建设规划到风电机组运输、安装、调试、风电场运行维护等一系列服务。公司是目前国内最大的非国有风电设备制造商，2013 年，公司新增装机容量为 1286MW，同比增长 13.45%，市场份额为 8.00%，排名升至全国第三位。

公司目前已经建成的基地有中山、天津、吉林、内蒙古、江苏如东、云南大理、甘肃、新疆哈密，风力发电机年生产能力已经超过 2000 台。近年来，公司与国内五大电力集团建立了良好的战略合作关系，其中 2013 年国内五大电力集团订单占公司订单总额的 72%。

公司作为广东省装备制造业重点企业之一，先后承担了包括“863”计划在内的众多国家和广东省重大科技专项、火炬项目及科技攻关项目，其中多项填补了国内空白。另外，公司设有欧洲丹麦风能研发中心、博士后科研工作站、广东省风力发电装备制造研究院等代表行业领先水平的专业研发机构。跟踪期内，公司完成了全球首台超紧凑 SCD6.0/6.5MW 海上风电机组下线；自主研发 SCD6MW-140M 叶片模具成功下线；首创完成海上风机新型桁架式基础的研发与样机试制；完成国内首个海上风电场“珠海桂山海上风电项目”的设计与方案论证。

公司实现了风机叶片的自主生产和供应，

核心部件的自主配套率达到 60%，有效降低了风机的生产成本，使其在同业竞争中处于优势地位。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高管层等方面无重大变化。

七、经营分析

公司主要从事风力发电机组设备的生产和销售。

公司于2011年调整了收入确认政策，与中国明阳（上市公司采用国际会计准则）保持一致，更加准确和谨慎地反映了公司业务。调整之前公司确认收入的条件（即风险转移的标志）是“风机已运抵现场并交付客户”，收入金额=合同总价金额÷合同总台数×确认收入台数；调整之后确认收入的条件是“风机已完成并网调试由客户验收”，合同收入分解为商品销售收入和维护服务收入，当风机调试完成时，确认的收入金额为商品销售收入部分，维护服务收入在质保期内（2-5年）分期予以确认。

2013年下半年，风电行业于初步呈现回暖的态势，公司销售规模扩大，全年实现主营业务收入35.20亿元，较2012年增长27.13%，与此同时，由于风机成本增幅高于收入增幅，毛利率水平小幅下滑至12.45%。2014年1~3月，公司实现主营业务收入6.01亿元；主要是受所执行订单早期风机价格较低影响，但风机部件成本仍然较高，导致主营业务毛利率偏低，仅为7.61%。

表 2 2011 年~2014 年 3 月公司收入构成情况（单位：万元、%）

产品	主营业务收入				毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
风机	477595.1	276908.7	352033.3	60125.2	15.29	13.76	12.45	7.61

资料来源：公司提供

目前，公司生产的风电设备机型包括1.5MW、2MW、2.5~3.0MWSCD（超级紧凑风力发电机组），其中1.5MW风机包括低温型、高原型、潮间带型、近海型、低风速大叶片型等系列产品。公司2010年5月第一台SCD3MW样机下线。

相对于传统设计的风机，SCD超级紧凑型风机具有重量更轻、体积更小、成本更低、效率更高等特点，而且单台发电功率可以达到3.0MW以上，SCD超级紧凑型风机将实现从陆地到海上的全面运用，维护便利的特性也将使其更加适合运用于海上风场的建设。

公司SCD3MW风机继2012年5月获得中国电科院颁发的《低电压穿越能力测试报告》，9月再次获得电科院《电网适应性测试报告》，取得了重大阶段性技术成果。截止目前，公司SCD3MW在手订单104台，已确认收入17台，确认收入金额2.4亿元；

跟踪期内，公司以PC模式中标广东首个海上风电场项目--珠海桂山岛海上100MW风电项目。珠海桂山SCD海上风电场项目一期100MW，2014年4月召开开工技术交底汇报会，监理进场监造。

由于风机的生产周期较长，公司所有产品均按照订单进行生产。公司与国内五大电力集团以及省一级的电力公司如广东粤电湛江风力发电有限公司、山西漳泽电力股份有限公司、深圳能源控股有限公司、北京京能热电股份有限公司等建立了良好的合作关系，其中2013年国内五大电力集团订单占公司订单总额的72%。

2013年，公司风机订单量1803台，同比大幅增长86.84%，风机产量由521台上升至602台，销量由518台上升至700台，销售容量1099MW，受风电行业触底回升的影响，行业整体经营状况有所改善，下游电力公司不同程度重启了风电场项目的开发，前期延缓的订单开始执行，产、销量均显著回升。2014年1~3月，公司订单数量占2013年全年订单的22.63%；产销量分别

为71台和120台。

表3 2011~2014年1~3月公司产销情况

产品		2011年	2012年	2013年	14年 1~3月
兆瓦 级系 列机 组	订单(台)	1922	965	1803	408
	产量(台)	917	521	602	71
	销量(台)	851	518	700	120
	平均价格 (元/KW)	3741	3440	3320	3123

资料来源：公司提供

注：本表平均价格不含税

近年来，由于产能的集中上马和激烈的市场竞争，国内主力机型1.5MW风机价格整体处于下降趋势，由于所执行订单的延后效应。跟踪期内，公司风机平均销售价格从2012年的3440元/KW下降至2013年的3320元/KW，2014年1~3月均价为3123元/KW。伴随行业回暖，产品平均销售价格触底反弹，根据公司在手订单情况看，预计2014年全年销售均价将显著回升。

结算方面，公司一般在签订合同时收取下游客户10%的款项，货到收取20%，在安装、调试、试运行和预验收阶段收取合同金额的60%~65%，剩余5%~10%作为质量保证金，结算周期一般一年到一年半（质量保证金一般在两年内收回）。

公司风机整机组装所需要的主要零部件包括叶片、齿轮箱、变压器与变频器、变桨控制系统、发电机等，上述零部件分别占公司原材料成本的21%、18%、8%、7%和8%，公司原材料及零部件采购成本约占生产成本的80%。

公司实现了风机叶片的自主生产和供应，核心部件的自主配套率达到60%，有效降低了风机的生产成本，使其在同业竞争中处于优势地位。根据风电设备未来发展趋势向大功率、大叶片即满足低风速地区设备满发的技术性要求，公司加强设备的研发，跟踪期内，公司首台超紧凑SCD6.0/6.5MW海上风电机组下线，自主研发的SCD6MW-140M叶片模具成功下线。

核心器件方面，公司所需的齿轮箱主要从南京高速齿轮制造有限公司、重庆齿轮箱有限责任公司、威能极风力驱动（天津）有限公司等公司采购，发电机主要从南京汽轮电机（集团）有限责任公司、上海电气集团上海电机厂有限公司、湘潭电机股份有限公司等公司采购，变频器主要从天津瑞能电气有限公司、广东明阳龙源电力电子有限公司、上海电气集团上海电机厂有限公司等公司采购，变桨控制系统主要从埃斯倍风电科技（青岛）有限公司、天津瑞能电气有限公司采购。

跟踪期内，国内风机产品价格随着招标量的增加止跌回升，公司风机价格也有所提高。公司持续加强同供应商的合作，尽可能降低采购成本，并逐步推进零库存计划，即按照订单计划采购零部件，降低零部件采购对公司运营资金的占用。2013年，公司采购的齿轮箱、发电机的均价分别为100.10万元/台、44.30万元/台，较2012年持平或略有下降。结算方面，公司与供应商主要采用信用证和银行承兑汇票的方式，结算周期一般为6~9个月。

表4 2011~2013年主要零部件采购情况

零部件	2011年	2012年	2013年
齿轮箱（万元/台）	100.89	100.10	100.10
发电机（万元/台）	44.80	44.60	44.30

资料来源：公司提供

公司在内蒙、新疆、吉林、黑龙江、湖北、河南、广东等锁定了大量的风资源，为公司未来国内销售增长及市场份额提升提供了有力保障。同时，通过新商业模式的运用不断拓展国外市场，如投资入股模式、共同开发模式、租赁模式、BOT模式以及EPC模式等，新商业模式的突破和开展，将有助于公司打开国际市场、提升竞争优势。

总体看，跟踪期内，风电行业处于调整之后的缓慢恢复期，随着政策环境的优化，公司整体经营状况有所改善，公司订单量和产销量均止跌反弹，但受订单周期影响，产品价格尚

处于下降区间，且毛利率也有所下降。根据公司在手订单执行情况，2014年产品价格下滑的情况有望扭转。

八、募集资金使用情况

公司于2012年1月12日发行了10亿元3年期的中期票据（“12 粤明阳 MTN1”），其中2.8亿元用于置换银行借款，7.2亿元用于补充公司生产经营流动资金。募集资金已按规定用途使用。

九、财务分析

公司提供2011~2013年财务报表经立信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2014年一季度财务数据未经审计。

2013年财务报表合并范围增加了山东明阳风电技术有限公司、布尔津明阳风电销售有限公司、甘肃山丹协合风力发电有限公司、新化兴阳风力发电有限公司等4家子公司（详见附件1-3）。截至2014年3月底，公司合并范围与2012年底相比无变化。

截至2013年底，公司（合并）资产总额104.96亿元，所有者权益30.17亿元（含少数股东权益0.80亿元）；2013年公司实现营业收入35.79亿元，利润总额0.25亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额104.22亿元，所有者权益30.25亿元（含少数股东权益0.79亿元），2014年1~3月实现营业收入6.01亿元，利润总额0.07亿元。

1. 盈利能力

得益于行业景气度触底回升，2013年公司实现营业收入35.79亿元，较上年增长23.84%，同期公司营业成本31.26亿元，较上年增长25.14%，涨幅略高于收入。受公司前期订单成本配比的影响，2013年公司营业利润率降至12.43%。

2013年，公司期间费用5.60亿元，同比增

长8.53%，占营业收入比重同比减少了2.20个百分点，为15.65%，公司较高的期间费用对利润侵蚀大。

2013年，公司营业外收入0.48亿元，主要是政府补助0.35亿元；实现投资收益0.77亿元，主要由EPC项目投资收益构成。2013年，公司实现利润总额0.25亿元，实现了利润总额的扭亏为盈。

2013年公司总资本收益率和净资产收益率均较2012年有所回升，分别为2.61%和0.36%，公司盈利能力有所恢复。

2014年1~3月，公司实现营业收入6.01亿元，受益于营业外收入，利润总额为0.07亿元。2014年1~3月，由于公司履行前期利润水平较低的订单，营业利润率仅为7.32%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅回升，同时得益于营业外收入和投资收益，公司实现了利润总额的扭亏为盈，但由于履行前期低利润水平订单的影响，营业利润率有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司2013年经营活动现金流入量为37.85亿元，同比下降11.11%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金30.33亿元，经营活动现金流出量为39.13亿元，同比下降16.78%；现金收入比由上年的135.38%下降至93.72%。2014年一季度，现金收入比回升至119.56%。

投资活动方面，2013年公司收回投资收到的现金为1.07亿元，主要为收回对内蒙古汇风新能源股份有限公司和内蒙古辉腾锡勒风电测试园有限公司的投资及投资收益；投资支付的现金为5.63亿元，主要为新增对大庆市杜蒙胡镇奶牛场风力发电有限公司等投资及购买理财产品支出；投资活动产生的现金流量净额为-5.00亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要是借款所收到的现金，2013年公司筹资活动

现金流入量为9.98亿元；筹资活动产生的现金流出为8.97亿元；筹资活动产生的现金流净额为1.03亿元。

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.42亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.38元；筹资活动产生的现金流量净额-0.65亿元。

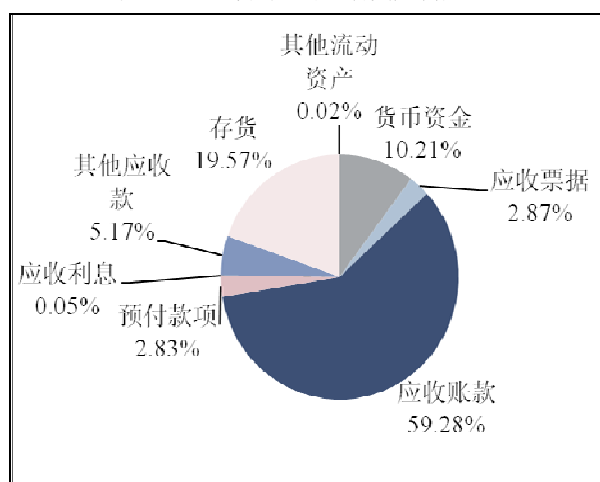
综合看，跟踪期内，公司经营活动现金流入同比下降，收入实现质量偏弱，公司投资活动现金净流出规模和对外部筹资规模减小。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额104.96亿元，较上年减少2.81%，从资产结构看，流动资产占74.60%，非流动资产占比25.40%。公司资产仍以流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产78.30亿元，较上年下降7.91%，流动资产的构成以应收账款、存货和货币资金为主，占比分别为59.28%、19.57%、10.21%。与2012年相比，公司流动资产结构变化不大。

图1 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金7.99亿元，主要为银行存款，占61.08%。受限制的货币资金为3.11亿元，主要是定期存款或通知存款、承兑汇票保证金等。

截至 2013 年底,公司应收账款账面余额为 48.43 亿元,应收账款净额为 46.42 亿元。公司应收账款规模较大,未逾期和逾期 3 个月以内的比例占 74%,逾期 4 个月以上占 16.5%,公司累计计提坏账准备 2.01 亿元,其中按账龄法计提坏账比例为 0.9%;公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 9.5%,该部分计提坏账准备 1.61 亿元,占该类应收账款账面余额的 35.1%,占比较大,计提较充分。总体看,公司应收账款欠款单位主要为五大电力集团下属子公司和省一级电力公司,部分构成为质保金,但整体仍存在一定的回收风险。

截至 2013 年底,公司其他应收款余额 4.05 亿元,同比增长 18.32%,主要是应收备品备件款及往来借款,从账龄看,在 1 年以内的占比为 94.76%,账龄较短,2013 年底公司计提坏账准备 0.02 亿元。

截至 2013 年底,公司存货余额 15.71 亿元,同比降低 18.72%,从构成看,主要为原材料(占比 32.21%)、库存商品(占 25.97%)、发出商品(占比 30.95%)和在产品(占 7.69%),公司总共计提了 0.38 亿元的存货跌价准备。公司整体存货规模明显降低。

截至 2013 年底,公司非流动资产 26.66 亿元,同比增长 16.13%,构成主要为长期股权投资、固定资产和无形资产,占比分别为 32.02%、27.59%和 17.83%。

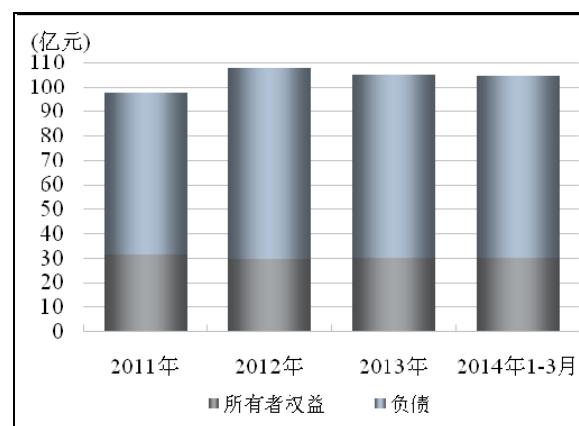
截至 2013 年底,公司长期股权投资余额 8.54 亿元,同比增长 20.72%,主要系公司对其其他企业投资增加所致。2013 年新增投资主要投向大庆市杜蒙奶牛场风力发电有限公司(公司持股 88.89%),新增 1.26 亿元,根据投资协议约定在建设期完成后公司将逐步转让股份,退出经营,且公司自出资至退出时止,公司均不参与利润分配,按约定收取固定回报,公司不将其纳入合并范围,按成本法进行核算。

截至 2013 年底,公司固定资产原价 9.50 亿元,较上年增长 4.97%,构成主要为房屋建筑物(占 66.49%)和生产及仓储设备(占

20.28%)。公司固定资产累计折旧合计 2.15 亿元,固定资产净值 7.35 亿元。公司无形资产 4.75 亿元,同比增长 10.73%,构成主要为土地使用权(占 69.83%)和非专利技术(占 22.43%)。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额 104.22 亿元,较 2013 年底下降 0.7%,基本保持稳定,其中流动资产合计占 74.55%,非流动资产合计占 25.45%。公司流动资产构成与 2013 年底相比变化不大。

图 2011 年-2014 年 3 月底公司资产负债结构



资料来源:公司财报

截至 2013 年底,公司所有者权益合计 30.17 亿元,较上年增长 1.25%。公司归属于母公司所有者权益 29.36 亿元,其中实收资本占 18.68%,资本公积占 66.86%。截至 2014 年 3 月底,公司所有者权益合计 30.25 亿元,较 2013 年底略有增长,其中归属于母公司所有者权益合计 29.47 亿元,构成变化不大。公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2013 年底,公司负债总额 74.79 亿元,较上年降低 4.35%,其中流动负债占 76.97%,非流动负债占 23.03%。

截至 2013 年底,公司流动负债合计 57.57 亿元,较上年下降 4.02%,主要源于应付票据的下降。公司流动负债构成整体变化不大。

截至 2013 年底,公司非流动负债为 17.23 亿元,同比降低 5.42%,主要系长期借款减少所致。公司应付债券 9.86 亿元,为公司发行的

中期票据“12 粤明阳 MTN1”。

截至 2013 年底，公司有息债务总额 33.45 亿元，同比下降 10.68%，主要系应付票据减少所致。公司资产负债率由 72.41%降至 71.26%，全部债务资本化比率由 55.69%降至 52.58%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计为 73.97 亿元，较 2013 年底下降 1.10%，其中，流动负债占 76.35%，非流动负债占 23.65%。流动负债构成中占比较大的科目分别为：短期借款占 16.92%，应付票据占比 23.61%，应付账款占 40.50%，预收款项占比 12.24%。公司流动负债构成与 2013 年底相比变化不大。

截至 2014 年 3 月底，公司有息债务总额 33.96 亿元，基本维持了上年底的规模，其中，短期债务占 70.73%，长期债务占 29.27%，考虑到构成长期债务主体的中期票据，公司实际短期支付压力较大。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.97%、52.88%和 24.74%，均较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产中流动资产占比较高，应收账款和存货金额较大，资产流动性和质量一般；公司债务规模有所降低，所有者权益结构稳定性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年公司流动比率和速动比率分别为 136.02%和 109.40%，较 2012 年均略有下降；截至 2014 年 3 月底，两个指标分别为 137.58%和 110.21%，较 2013 年底小幅上升，整体保持稳定。2013 年，公司经营性净现金流为净流出。考虑到应收账款和存货占比大，中期票据即将在 1 年内兑付，总体看，公司短期偿债能力一般，短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司利润总额扭亏，同期实现 EBITDA 2.91 亿元，是 2012 年的 10.03 倍，EBITDA 利息倍数由 0.22 倍增至 1.87 倍；全部债务/EBITDA 倍数由 127.67 倍降至 11.51 倍。跟踪期内，公司长期偿债能

力和对全部债务的保护能力有所恢复，但指标仍然偏弱。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 137 亿元，尚未使用的额度为 106 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

2013 年底，公司现金类资产为 10.24 亿元，扣除受限制货币资金后，为待偿还债券本金（“12 粤明阳 MTN1”）的 0.71 倍。2013 年、2014 年一季度公司经营活动现金流入量分别为待偿还债券本金的 3.79 倍和 0.91 倍；2013 年 EBITDA 为待偿还债券本金的 0.29 倍。公司现金类资产及经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力一般。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10442000005231606），截至 2014 年 6 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

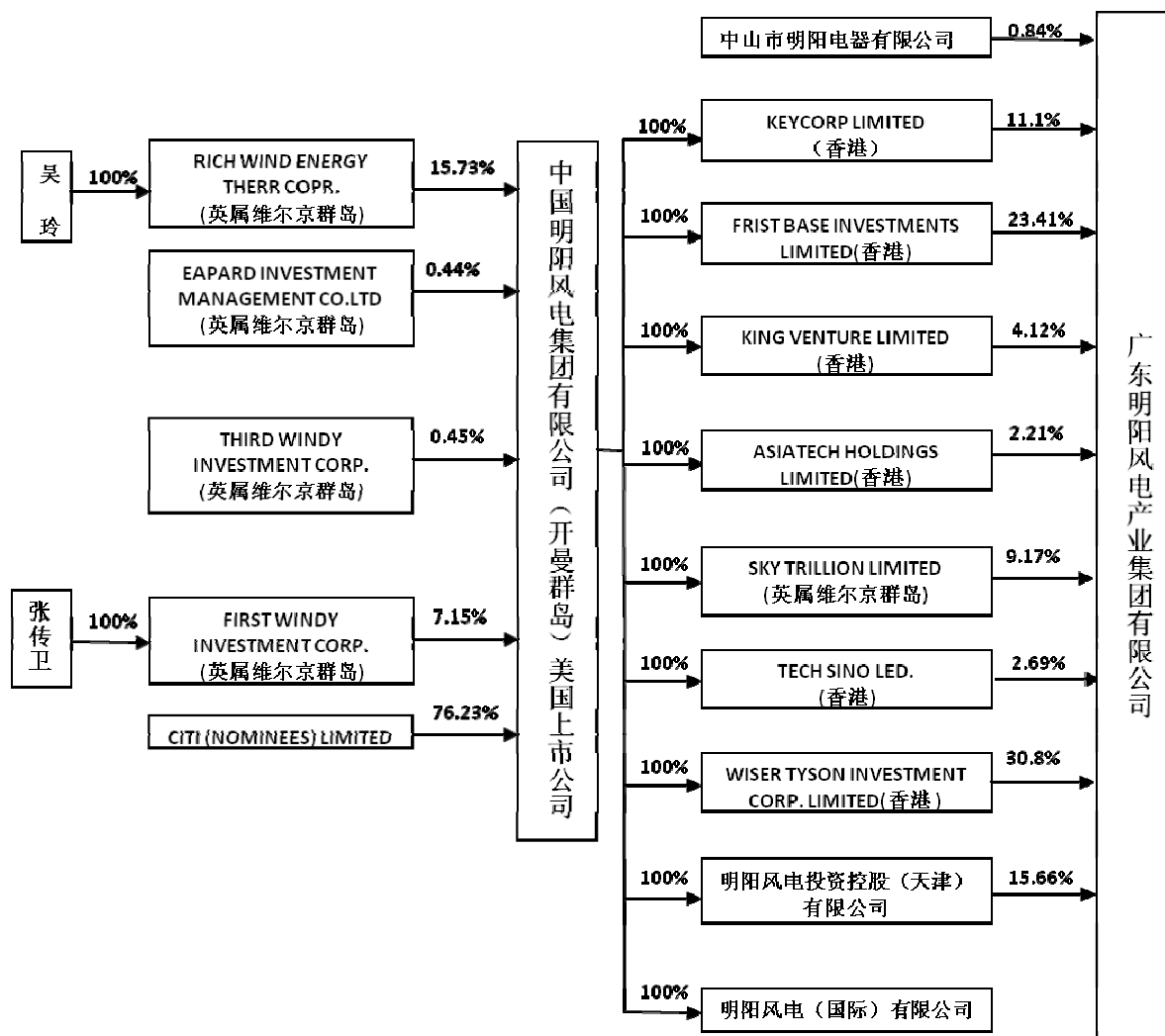
6. 抗风险能力

基于对行业政策变化、风电行业走势、政府扶持力度以及公司自身经营和财务风险的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

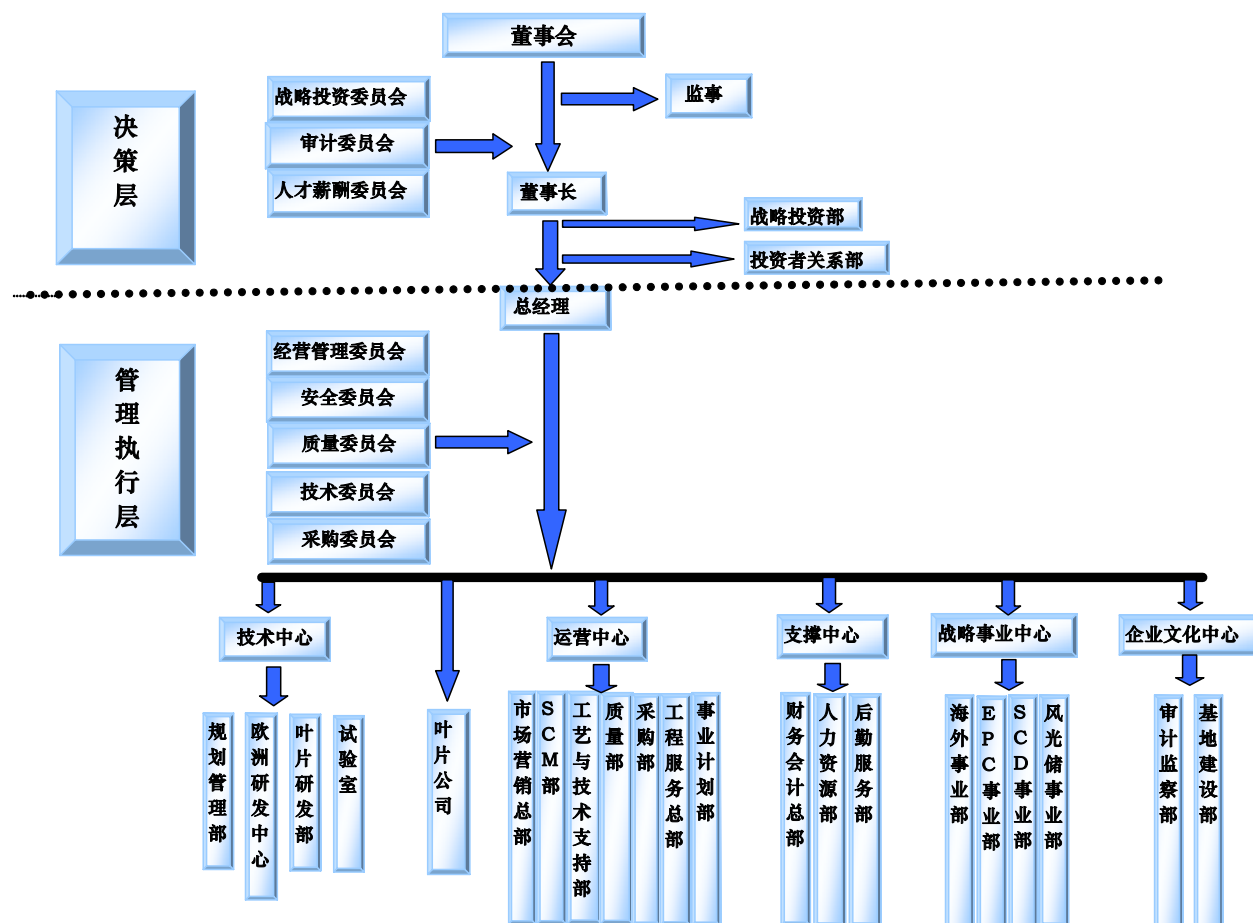
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望由负面调整为稳定，并维持“12 粤明阳 MTN1” AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2013 年底公司下属一级子公司

序号	子公司全称	实收资本（人民币元）	持股比例（%）
1	吉林明阳风电技术有限公司	100,000,000.00	100
2	天津明阳风电设备有限公司	240,000,000.00	100
3	天津明阳风能叶片技术有限公司	72,000,000.00	100
4	中山明阳风电设备有限公司	50,000,000.00	100
5	江苏明阳风电技术有限公司	240,000,000.00	60
6	明阳风电美国有限公司	500,000.00（美元）	100
7	明阳风电欧洲研发中心	125,000.00（丹麦克朗）	100
8	贵州明阳风电技术有限公司	100,000,000.00	100
9	中山市瑞阳投资管理有限公司	30,000,000.00	100
10	甘肃明阳新能源技术有限公司	50,000,000.00	100
11	云南明阳风电技术有限公司	50,000,000.00	100
12	天津明阳风电技术有限公司	83,000,000.00	100
13	内蒙古风昶源新能源开发有限公司	20,000,000.00	100
14	克什克腾旗明阳风电设备销售有限公司	500,000.00	100
15	广东明阳新能源科技有限公司	50,000,000.00	100
16	高州市明阳新能源投资开发有限公司	5,000,000.00	100
17	山东明阳风电技术有限公司	100,000,000.00	100
18	布尔津明阳风电销售有限公司	500,000.00	100
19	甘肃山丹协合风力发电有限公司	5,000,000.00	100
20	新化兴阳风力发电有限公司	2,000,000.00	100

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.28	14.64	10.24	9.37
资产总额(亿元)	97.84	107.99	104.96	104.22
所有者权益(亿元)	31.32	29.79	30.17	30.25
短期债务(亿元)	31.35	26.44	23.53	24.02
长期债务(亿元)	--	11.01	9.93	9.94
全部债务(亿元)	31.35	37.45	33.45	33.96
营业收入(亿元)	48.02	28.90	35.79	6.01
利润总额(亿元)	0.89	-1.92	0.25	0.07
EBITDA(亿元)	1.65	0.29	2.91	--
经营性净现金流(亿元)	-6.82	-4.44	-1.28	1.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.17	0.61	0.76	--
存货周转次数(次)	2.47	1.33	1.82	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.28	0.34	--
现金收入比(%)	91.00	135.38	93.72	119.56
营业利润率(%)	14.90	13.21	12.43	7.32
总资本收益率(%)	1.60	-0.93	2.61	--
净资产收益率(%)	2.35	-6.57	0.36	--
长期债务资本化比率(%)	--	26.98	24.76	24.74
全部债务资本化比率(%)	50.02	55.69	52.58	52.88
资产负债率(%)	66.76	72.41	71.26	70.97
流动比率(%)	141.11	141.77	136.02	137.58
速动比率(%)	110.61	110.17	109.40	110.21
经营现金流动负债比(%)	-11.25	-7.41	-2.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.14	0.22	1.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.96	127.67	11.51	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

注：根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。