

## 中国固定收益证券

## 债券点评报告

## 证券研究报告

分析师 胡杰 S1080511110001  
 研究助理 李文 S1080113050026  
 电话: 0755-25832506  
 邮件: liwenyjs@fcsc.com

## 短期偿债能力稳步下降 回售局势不明朗

### ——华锐风电业绩预亏点评

**事件:** 2014 年 1 月 29 日华锐风电发布预亏公告: 预计 2013 年归属上市公司股东净利润为-30 亿元。巨幅亏损的原因是客户延迟付款, 计提坏账准备和维护费用增加。而 2012 年公司归属股东净利润为-5.83 亿元。

表 1: 华锐风电的发债情况

债券简称	主体评级	评级公司	发行额	发行日	到期日	回售日	回售收益率	票面利率
11 华锐 01	AA(稳定)	联合	26 亿	2011-12-27	2016-12-27	2014-12-27	约 24%	6.00%
11 华锐 02	AA(稳定)	联合	2 亿	2011-12-27	2016-12-27	无	无	6.20%

资料来源: WIND, 第一创业研究所整理。

#### 1、连亏两年 债券或于 7 月暂停上市

**11 华锐 01 和 11 华锐 02 将暂停上市。**按照交易所债券上市规定, 在发行人连续亏损两年之后, 债券将会暂定上市。可以参照 11 超日债退市的例子预测债券的退市过程。2013 年 4 月 27 日, 超日太阳发布了 2012 年的年度报告, 5 月 2 日起 11 超日债开始停牌, 5 月 20 日正式发布退市公告, 而在之后交易所仍然给予了投资者 30 个交易日的缓冲时间, 债券实际退市日期为 7 月 8 日。那么预计华锐所发债券也会在相近的时期暂停上市。

**评级遭下调只是时间问题。**虽然联合资信到目前为止尚未发布公告, 但仅仅从公司连续亏损两年这一点来评判, 都不符合 AA 的评级标准。目前评级公司有两种选择, 第一种是在近期进行非定期跟踪评级, 第二种便是在年报公布后进行每个年度的例行跟踪评级。无论是哪种方式, 都只是时间上的问题。预计评级下调幅度也不会太小, 很可能在 A 附近。

#### 2、华锐风电业绩滑坡因素来自内部, 行业景气度低不是主因

**相对其他新能源行业, 尤其是光伏行业, 风电设备制造业下滑程度并不严重。**这主要是基于以下几个理由。(1) 国内的风电站建设量基数比较大, 导致风电组件以内销为主。2012 年风电组件国内安装量为 12,960MW, 同期出口仅有 430MW, 因此国外政策对国内风电设备制造业影响非常小。(2) 风电技术相对成熟, 发电成本也更加低廉, 因此对补贴依赖程度相对较低。(3) 下游行业经营良好, 几个主要风力发电企业, 包括华能新能源、大唐新能源、龙源电力、京能新能源和华电福新等, 2013 年前 3 季收入和利润都有不同程度的上涨, 发电时间和发电量等指标也稳步上升。以华能新能源为例, 2013 年风力发电量同比上涨了 32.6%, 2013 年上半年收入和净利润分别为 28.67 亿元和 6.69 亿元, 而 2012 年同期分别仅有 18.10 亿元和 2.77 亿元。

**华锐风电业绩滑坡主要是自身的问题, 与行业关系并不大。**风电设备制造业的主要几个上市公司和发债企业经营正常。虽然收入和利润均也出现了一定的下滑, 但都没有超过行业整体水平, 可以说是仍在正常的范围之内。华锐风电的业绩向过山车一般下滑则属于特例, 既有行业不景气的因素, 也有自身经营的问题, 其中自身问题才是根源。这主要表现在: (1) 收入下滑程度大幅超过同行业水准, 且在同行业其他上市公司已经扭亏的情况下, 亏损幅度进一步扩大 (图 2)。(2) 成本控制有问题, 毛利率也远低于其他公司 (表 2)。(3) 高层人员变动剧烈, 董事长人选已经经过了两轮更迭, 其他高管也都频繁离任。(4) 职工欠薪, 通过降低职工待遇, 不安排工作等方式变相裁员。但以华锐风电当时 (2012 年中期) 的资金情况还远未到欠薪的程度。



表 2: 华锐风电继续亏损, 同行业其他公司已经扭亏

	2011 年			2012 年			2013 年 3Q		
	收入	净利润	毛利率	收入	净利润	毛利率	收入	净利润	毛利率
华锐风电	95.06	5.99	15.02%	40.18	-5.83	4.55%	20.15	-6.99	9.93%
金风科技	128.43	7.18	16.58%	113.24	1.65	15.37%	71.19	1.95	20.94%
湘电股份	62.48	1.42	18.09%	54.25	-2.20	19.44%	43.89	0.12	19.56%
明阳风电	48.02	0.74	15.36%	28.90	-1.96	13.57%	27.35	0.24	14.75%

资料来源: WIND, 第一创业研究所整理。

### 3、问题根源可能在于管理层

关于公司为什么会出现如此大问题有一些推测。我们认为合理的推测可能以下两种。

一种推测是公司的技术不过关, 直接导致产品质量问题, 风机故障率非常高。由此造成客户推迟已签订单并对已经建好的电站推迟付款。但是, 通过对华锐风电前员工(从事售后技术支持工作)了解的情况, 华锐风电生产的风机技术主要来源于超导公司, 在国内排在中游水平, 并且售后维修方面一直不错, 能够在客户指定时间内维修机器。而中国风能协会公布的平均故障排除耗时排名中, 华锐风电的维护低耗时排在全国第五, 从侧面证实了上述判断。因此, 可以认为华锐风电的产品质量问题并没有媒体报道的那么夸张, 单独由于产品问题这一个因素不太可能造成收入的大幅下滑。

另一种推测是公司管理层内部出现了问题, 从而造成经营的混乱。这具体反映在公司高层剧烈的人事变动和裁员这两方面。而我们从华锐风电前员工了解的情况也印证了这一推测。公司的管理层的大变动已经在 2013 年上半年完成, 由控股股东大连重工派出的人员已经就任董事长, 总裁等关键职务。但通过 2013 年下半年的业绩来看, 并没有起到成效。

### 4、可动用的偿债资源不断减少 债券回售前景不甚明朗

货币资金不断减少, 存货和应收账款则积压不减, 华锐风电的短期偿债能力稳步下降。(1) 从近两年的趋势来看, 华锐风电可动用的资源呈减少的趋势(图 3)。2011 年底, 华锐风电的账面货币资金尚有 96.68 亿元, 到 2013 年 9 月底降低至 37.44 亿元; 带息债务同步减少, 从 2011 年底的 101.95 亿元减少至 2013 年 9 月底的 67.04 亿元。现金流量表的数据也反映了同样的趋势, 2012 年和 2013 年上半年筹资净现金流分别为 -35.44 亿元和 -9.18 亿元。华锐风电持续的使用现金资源偿还其他带息债务降低了公司偿还公司债的能力。(2) 收入大幅下降, 存货和应收账款却没有减少, 这完全有悖于常态(图 4)。2010 年收入 203.5 亿元, 应收账款 89.72 亿元, 而到了 2013 年前 3 季仅有 20.15 亿元, 此时应收账款仍有 87.61 亿元。此外, 坏账和减值准备计提的比率也不高, 应收账款坏账比率为 11.39%, 存货减值准备仅仅计提了 887.8 万元, 占存货余额比率只有 0.09%。华锐风电通过应收账款和存货回收现金的能力大打折扣。本次业绩预告也证实了我们的判断, 公司此次计提了大量的资产减值准备。

### 5、另一重保障: 股东救助可能性的探讨

股权分散, 单一股东救助的积极性可能不高。控股股东大连重工是地方国企, 但持股比例仅有 16.86%, 这可能会削弱大连重工的救助意愿。其次, 其他大股东大部分是华锐风电筹备上市过程中进入的投资型公司, 目前华锐的总市值 142 亿元, 第二到第四大股东各自持有的股票市值在 15 亿元左右。从利益驱动方面考虑的话, 这些股东单独救助的动力可能不会太强。由于股权比较分散, 大股东单独持有的股票市值都没有超过债券价值, 如果要实施救助, 推测可能以联合救助的形式展开。

救助的积极因素: 前三大股东推迟限售期。公司近期发布公告显示前三大股东主动延迟限售期至 2015 年 1 月 13 日, 这一日期在债券回售日后两周。如果债券回售不成功, 对股东利益的影响也会非常大。这三大股东合计持有 40.74% 的股份, 按目前的股价计算市值为 57.85 亿元, 远大于债券 26 亿元的回售规模, 具有一定的救助



动力。

表 3: 华锐风电股权比较分散

排名	股东名称	持股比例
第一位	大连重工起重集团有限公司	16.86%
第二位	北京天华中泰投资有限公司	11.94%
第三位	FUTURE MATERILA INVESTMENT LIMITED	11.94%
第四位	西藏新盟投资发展有限公司	10.45%
第五位	北京新能华起投资顾问有限责任公司	7.24%
合计	-	58.43%

资料来源: WIND, 第一创业研究所整理。

## 6、最后一道防火墙: 资产变现价值

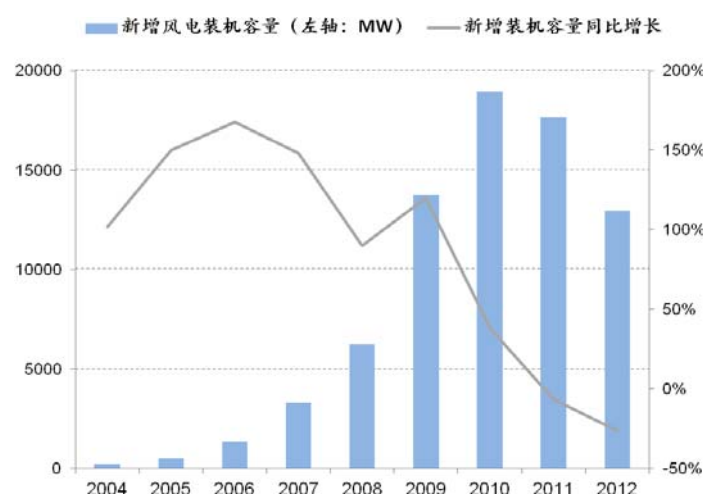
从美国高收益债的投资经验来看, 对高收益债的估值, 资产变现价值的分析应是一个至关重要的因素。如果通过分析发现公司普通债券的清偿率比较高, 获得的价值高于债券二级市场买入价格, 那么可以认定这样的投资是可行的。当然后续还要考虑法律诉讼和机会成本等问题。

对华锐风电的资产变现价值分析存在以下两个问题。(1) 目前带有科目明细的报表仍然是 2012 年的年报, 与当前的时间差距比较大, 分析的结果差异性非常大。对华锐的资产变现分析应需要最新的数据, 最好是 2013 年的年报。这样才能有效计算普通债权 (包括公司债) 的偿还率。(2) 公司报表真实度问题。此前华锐风电因财务造假被证监会处罚, 虽然披露的问题主要集中在利润表, 资产负债表这块真实度究竟有多高仍存在疑问。

## 7、影响偿债的不确定事件: 与美国超导的专利纠纷

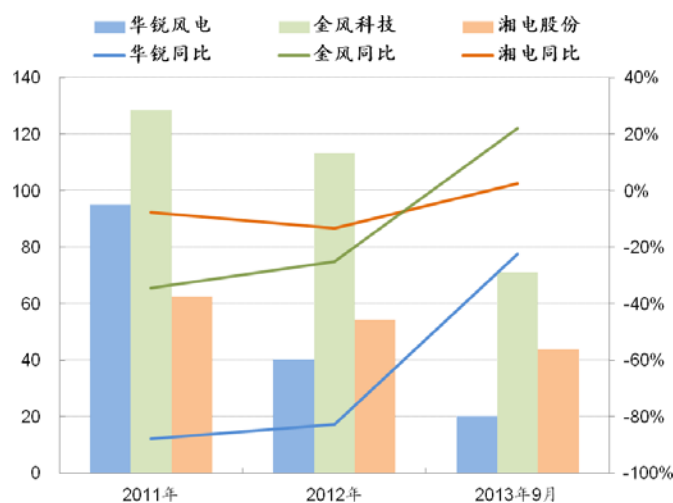
专利纠纷尚未进行的到诉讼层面, 对偿债暂无影响。华锐风电早期与超导合作, 之后开始独立生产风机。在合作中是否涉及到专利权的问题外界还难以判断。根据华锐风电发布的公告, 此事件尚未进入到法律诉讼层面。考虑到债券回售在 2014 年底, 法律途径解决侵权问题一般需要较长的时间, 而即便是华锐败诉需要赔付, 初步预估应该不会早于 2014 年底。具体的过程还需要跟踪才能做出进一步的判断。

图 1: 近两年中国风力发电装机容量下降



资料来源: WIND, 第一创业研究所整理。

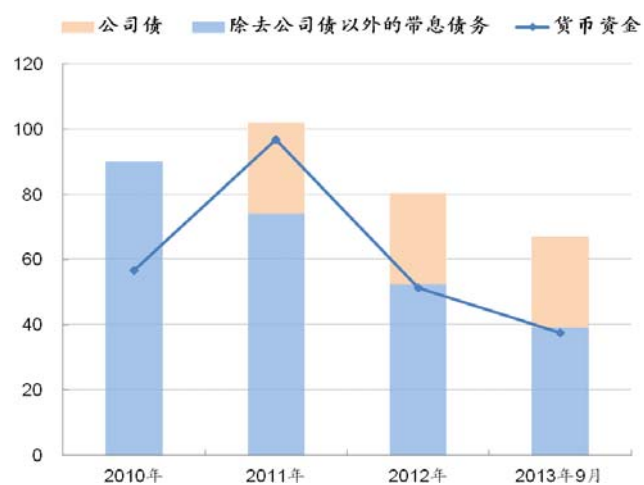
图 2: 华锐风电收入降幅远超行业其他公司



资料来源: WIND, 第一创业研究所整理。

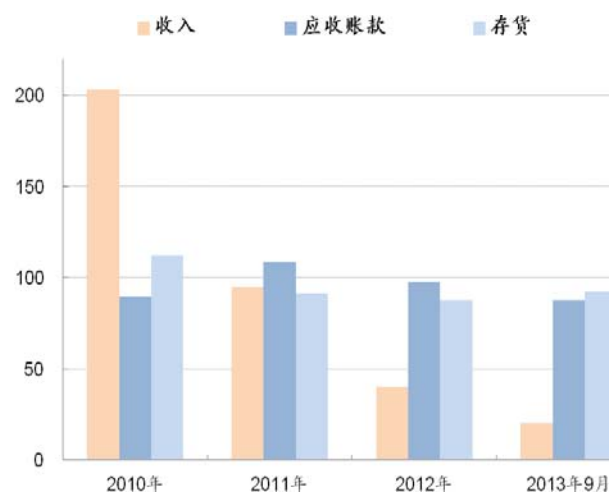


图 3: 货币资金与带息债务同步减少



资料来源：WIND，第一创业研究所整理。

图 4: 收入骤降，应收账款与存货却不减



资料来源：WIND，第一创业研究所整理。



附表：华锐风电的主要财务指标（单位：亿元）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
总资产	170.22	286.25	340.97	286.77	270.97
货币资金	36.72	56.76	96.68	51.34	37.44
应收账款	39.19	89.72	108.73	97.88	87.61
应收票据	0.00	3.42	7.72	9.24	4.60
存货	78.43	112.15	91.36	87.82	92.50
固定资产	4.63	5.81	10.23	13.21	12.84
在建工程	0.40	3.88	6.58	5.78	6.24
总负债	144.51	238.28	204.12	163.62	153.24
短期借款	1.50	23.95	18.81	2.19	7.09
预收账款	48.69	16.28	3.39	7.05	10.03
应付账款	74.85	126.93	96.01	77.21	74.80
应付票据	14.11	46.02	29.81	35.71	20.46
长期借款	0.07	20.07	16.49	3.70	0.00
应付债券	0.00	0.00	27.82	27.87	27.92
营业收入	137.30	203.25	95.06	40.18	20.15
营业成本（含期间费用）	116.32	172.00	91.98	47.96	29.21
净利润	18.93	28.56	5.99	-5.83	-6.99
毛利率	20.75%	20.63%	15.02%	4.55%	8.93%
销售净利率	13.79%	14.05%	6.30%	-14.50%	-34.70%
资产负债率	84.90%	83.24%	59.87%	57.06%	56.55%
流动比率	1.14	1.25	1.99	1.94	1.93
速动比率	0.59	0.73	1.41	1.27	1.18
流动负债/总负债	0.99	0.90	0.77	0.79	0.80
已获利息倍数	0.91	0.62	0.53	1.43	1.40
销售商品、提供劳务收到的现金	125.11	125.49	50.80	57.50	28.17
经营活动产生的现金流量净额	13.81	-10.16	-58.61	-4.16	-12.75
投资活动产生的现金流量净额	-2.99	-8.83	-7.69	-6.56	-1.79
筹资活动产生的现金流量净额	-0.53	35.19	108.96	-35.45	-1.14
收到现金/营业收入	0.91	0.62	0.53	1.43	1.40

资料来源：WIND，第一创业证券整理。





## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135