

明阳智能 (601615) 重大事项点评

可转债发行获批，海上风电业务发力

事项:

- 12月9日，公司发布公告，收到证监会关于公司可转债的核准文件，核准公司向市场公开发行总面值17亿元的可转换公司债券，期限6年。

评论:

- 可转债获准发行，募集资金17亿元。**公司将发行募集资金总额不超过17亿元，期限6年。此次募集资金将会用于“明阳锡林浩特市100MW风电项目（6.90亿元）”、“锡林浩特市明阳风力发电有限公司50MW风电供热项目（3.50亿元）”、“明阳清水河县韭菜庄50MW风电供热项目（2.70亿元）”、“MySE10MW级海上风电整机及关键部件研制项目（1.00亿元）”、补充流动资金（2.9亿元）。我们认为，公司此次可转债发行获批，将会缓解公司资金压力，帮助公司应对明年大批量订单交付。此外，公司投入研发10MW海上风机机型，也将帮助公司进一步巩固海上风电市场地位。
- 量利拐点已至，公司进入快速增长轨道。**前三个季度，公司合计收入实现72.10亿元，同比增长58.87%，扣非归母净利润实现4.47亿元，同比增长108%。其上半年，公司出货831MW，三季度看我们估计出货量应接近上半年，出货量加速趋势已经显现。公司三季度综合毛利率较二季度基本持平，低价订单影响已经充分消化，公司盈利能力已进入改善通道。此外，公司三季报显示，9月底公司存货24.33亿元，同比增加77%，较2018年底增加68.45%，公司应付账款、应付票据、预收款项较2018年底分别大幅增长38.7%、64.28%、64.01%。2019年公司新增海上风电中标3.16GW，2020年公司将进入出货高峰期，业绩有望加速释放。
- 大功率风机优势持续，可转债助力10MW机型研发。**公司半直驱5.5MW海上风机已开始批量出货，一台7.25MW风机也在今年上半年试运行。12月2日，明阳智能MySE 8-10MW海上风机在广东阳江智能制造基地下线，成为中国海上风电市场上第3家已经下线8MW+级海上风机的整机商，本次下线的MySE 8-10MW海上风机一周后将在阳江当地风场吊装。同时，公司还发布了86.5米的纯玻纤风电叶片。随着全球海上风电的发展，大功率风机已经成为风电主机厂商的“兵家必争之地”，包括GE、维斯塔斯、西门子歌美飒等国际厂商也在加速推进大兆瓦机型的研发与产业化。此次可转债募集资金中，将有2.25亿元投入到10MW级海上风机的相关研制项目中去，料将会助力公司在兆瓦风机领域的领先优势。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们维持预计2019~2021年公司归母净利润6.18、10.99、14.03亿元，对应当前股价PE分别为27、15、12倍。我们按照风电机组行业中枢估值，给予公司2020年业绩20.00倍估值，维持目标价15.8元，维持“强推”评级。
- 风险提示：**海上风电政策不及预期，大功率机型量产进度不及预期；可转债发行进展不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	6,902	10,474	16,029	17,887
同比增速(%)	30.3%	51.7%	53.0%	11.6%
归母净利润(百万)	426	618	1,099	1,403
同比增速(%)	19.6%	45.1%	77.8%	27.6%
每股盈利(元)	0.31	0.45	0.80	1.02
市盈率(倍)	32	27	15	12
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年12月6日收盘价

强推 (维持)

目标价：15.8元

当前价：12.26元

华创证券研究所

证券分析师：胡毅

电话：0755-82027731

邮箱：huyi@hcyjs.com

执业编号：S0360517060005

证券分析师：邱迪

电话：010-63214660

邮箱：qiudi@hcyjs.com

执业编号：S0360518090004

公司基本数据

总股本(万股)	137,972
已上市流通股(万股)	27,590
总市值(亿元)	169.15
流通市值(亿元)	33.83
资产负债率(%)	77.2
每股净资产(元)	4.4
12个月内最高/最低价	18.53/5.67

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《明阳智能(601615)2019年中报点评：半年度业绩增长60%，海上风机即将进入放量期》

2019-09-02

《明阳智能(601615)2019年三季报点评：业绩符合预期，装机增速稳步提升》

2019-10-30

图表 1 2019 年明阳智能海上风力发电机组中标情况汇总（单位：MW，亿元）

#	项目名称	省份	规模	中标时间	中标量	金额
1	粤电珠海金湾海上风电项目	广东	明阳智能	1月31日	303	22.52
2	国电投广东揭阳靖海海上风电项目	广东	明阳智能	2月21日	150	9.25
3	国家电投神泉一海上风电场项目	广东	明阳智能	2月23日	200	12.33
4	中广核汕尾后湖 500MW 海上风电场项目	广东	明阳智能	5月6日	500	31.02
5	中广核汕尾甲子一、二海上风电场项目	广东	明阳智能	5月7日	900	55.00
6	华能汕头勒门（二）海上风电场项目	广东	明阳智能	7月8日	406.35	26.01
7	三峡阳西沙扒二期海上风电项目	广东	明阳智能	8月26日	200	15.00
8	中节能阳江南鹏岛海上风电项目	广东	明阳智能	10月21日	300	
9	浙能嵊泗 2#海上风电场项目	浙江	明阳智能	11月21日	200	
合计					3159.35MW	

资料来源：采招网，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,313	4,171	4,037	4,734
应收票据	423	628	962	1,073
应收账款	5,489	5,185	7,069	7,888
预付账款	233	361	553	616
存货	1,445	2,001	3,682	4,095
其他流动资产	760	765	1,138	1,271
流动资产合计	11,663	13,111	17,441	19,677
其他长期投资	2,274	2,374	3,276	3,647
长期股权投资	404	450	450	450
固定资产	5,185	5,122	5,558	5,669
在建工程	1,037	1,237	837	837
无形资产	836	821	789	740
其他非流动资产	933	809	800	792
非流动资产合计	10,669	10,813	11,710	12,135
资产合计	22,332	23,924	29,151	31,812
短期借款	1,285	1,295	1,305	1,315
应付票据	1,529	2,882	4,419	4,915
应付账款	4,070	2,882	4,419	4,915
预收款项	1,864	1,676	2,565	2,862
其他应付款	499	6	6	6
一年内到期的非流动负债	462	550	550	550
其他流动负债	391	-80	454	496
流动负债合计	10,100	9,211	13,718	15,059
长期借款	3,106.00	3,306.00	3,506.00	3,706.00
应付债券	484.00	480.00	480.00	480.00
其他非流动负债	3,754	4,228	3,728	3,528
非流动负债合计	7,344	8,014	7,714	7,714
负债合计	17,444	17,225	21,432	22,773
归属母公司所有者权益	4,452	6,263	7,283	8,603
少数股东权益	436	436	436	436
所有者权益合计	4,888	6,699	7,719	9,039
负债和股东权益	22,332	23,924	29,151	31,812

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	583	503	1,456	2,021
现金收益	1,038	1,425	1,918	2,266
存货影响	272	-556	-1,681	-413
经营性应收影响	-1,543	-49	-2,430	-1,013
经营性应付影响	733	-518	3,962	1,289
其他影响	83	201	-314	-108
投资活动现金流	-1,172	-585	-455	-535
资本支出	-1,646	-577	-458	-542
股权投资	0	46	0	0
其他长期资产变化	474	-54	3	7
融资活动现金流	1,075	940	-1,135	-789
借款增加	674	293	210	210
财务费用	-239	-318	-22	-28
股东融资	38	1,310	0	0
其他长期负债变化	602	-345	-1,323	-971

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,902	10,474	16,029	17,887
营业成本	5,171	8,005	12,274	13,652
税金及附加	77	117	179	161
销售费用	715	936	1,220	1,350
管理费用	365	438	505	535
财务费用	257	351	364	382
资产减值损失	-80	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	63	290	10	10
其他收益	88	30	10	10
营业利润	380	627	1,147	1,467
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	8	5	5	5
利润总额	387	637	1,157	1,477
所得税	-36	19	58	74
净利润	423	618	1,099	1,403
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司净利润	426	618	1,099	1,403
NOPLAT	704	959	1,445	1,766
EPS(摊薄) (元)	0.31	0.45	0.80	1.02

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	30.3%	51.7%	53.0%	11.6%
EBIT 增长率	37.6%	53.5%	53.9%	22.2%
归母净利润增长率	19.6%	45.1%	77.8%	27.6%
获利能力				
毛利率	25.1%	23.6%	23.4%	23.7%
净利率	6.1%	5.9%	6.9%	7.8%
ROE	8.7%	9.2%	14.2%	15.5%
ROIC	5.7%	7.6%	11.5%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	78.1%	74.0%	73.4%	71.4%
债务权益比	186.0%	147.2%	124.0%	106.0%
流动比率	115.5%	142.3%	127.1%	130.7%
速动比率	101.2%	120.6%	100.3%	103.5%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转天数	246	183	138	151
应付账款周转天数	278	156	107	123
存货周转天数	110	77	83	103
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.45	0.80	1.02
每股经营现金流	0.42	0.36	1.06	1.46
每股净资产	3.23	4.54	5.28	6.24
估值比率				
P/E	32	27	15	12
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	21	14	11	9

电力设备与新能源组团队介绍

首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富上榜团队核心成员。

分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富团队成员。

分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。

研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500