

明阳智能(601615.SH)

业绩阶段性承压，风机及电站业务放量可期

推荐（维持）

股价：18.59元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.mywind.com.cn
大股东/持股	香港中央结算有限公司/12.49%
实际控制人	吴玲,张传卫,张瑞
总股本(百万股)	2,272
流通A股(百万股)	2,109
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	422
流通A股市值(亿元)	392
每股净资产(元)	12.28
资产负债率(%)	60.5

行情走势图



证券分析师

皮秀

投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 年年报，按照会计调整后的口径，实现营业收入 307.48 亿元，同比增长 12.98%，归母净利润 34.55 亿元，同比增长 9.4%，扣非后净利润 31.10 亿元，同比增长 4.01%，EPS 1.52 元，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.0410 元（含税）。公司同时发布 2023 年一季报，实现营收 27.20 亿元，同比减少 61.84%，归母净利润-2.26 亿元，同比由盈转亏。

平安观点：

- **海风机组交付偏少拖累 2022Q4 和 2023Q1 业绩。**公司 2022Q4 和 2023Q1 均一定程度亏损，主要与风机交付规模较小且基本全部为陆上机组有关，受海风施工窗口期等因素影响，公司 2022Q4 和 2023Q1 基本没有确认海风机组收入，叠加陆风机组毛利率下滑，公司盈利水平阶段性承压。展望未来，风机出货量和盈利水平的明显回升可期，公司发布股票回购预案，回购股份资金总额 5-10 亿元（回购股份价格不超过人民币 20 元/股），彰显公司对未来发展的信心。
- **新增和在手订单规模大增，2023 年风机销售规模放量可期。**2022 年公司实现风机对外销售 7.31GW，同比增长 21.14%，其中海上机组销量 2.22GW，陆上机组销量 5.09GW；对应实现风机及相关配件销售 228.07 亿元，同比降低 9.67%，主要受风机销售价格下降影响。2022 年公司风机新增订单达到 18.65GW，同比增长 66%，截至 2022 年底累计在手风机订单规模 30.42GW，同比增长 60%，为 2023 年公司风机交付规模放量提供订单保障，预计 2023 年交付规模有望达到 14GW，其中陆上 10GW，海上 4GW。
- **风机相关业务毛利率短期承压，后续有望修复。**2022 年公司风机及相关配件销售毛利率 17.77%，同比降低 1.39 个百分点，其中陆上主力机型 3.X-5.XMW 的毛利率下滑 2.87 个百分点至 12.93%，下滑幅度较为明显，以海上风机为主的 6.XMW 以上机型的毛利率 25.44%，维持较高水平。受供应链以及海风机组交付量少等因素影响，一季度风机及配件业务毛

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	27,158	30,748	42,510	52,945	63,398
YOY(%)	20.9	13.2	38.3	24.5	19.7
净利润(百万元)	3,101	3,455	4,483	5,852	7,771
YOY(%)	125.7	11.4	29.8	30.5	32.8
毛利率(%)	21.4	20.0	20.3	20.8	21.7
净利率(%)	11.4	11.2	10.5	11.1	12.3
ROE(%)	16.9	12.3	13.9	15.6	17.5
EPS(摊薄/元)	1.36	1.52	1.97	2.58	3.42
P/E(倍)	13.6	12.2	9.4	7.2	5.4
P/B(倍)	2.3	1.5	1.3	1.1	1.0

利率仅 5% 左右，预计后续随着海风机组的批量交付以及供应链成本的优化，公司风电机组及配件的毛利率将逐步回升。

- **电站运营和转让业务的业绩贡献有望进一步凸显。**由于来风偏小，2022 年公司在运营的新能源电站共实现发电量 28.59 亿千瓦时，同比下降 7.25%，受此影响，2022 年公司新能源电站运营收入 13.36 亿元，同比减少 9.03%，毛利率 59.88%，同比降低 6.79 个百分点。公司调整了电站转让的会计方式，2022 年电站销售业务收入 56.74 亿元，毛利率 22.14%，高于风机产品销售的毛利率水平。截至 2022 年底，公司在运营的新能源电站装机容量 1.50GW，同比增长 25.94%，在建装机容量 2.15GW，同比增长 19.75%，其中包括了 2022 年开工的广东阳江 500MW 海上风电项目和海南东方 1500MW 海上风电项目。按照“滚动开发”模式，公司加快推进新能源电站的开发和转让，预计 2023 年新能源电站建成规模、转让规模以及发电量均较 2022 年明显增长。
- **其他新兴业务处于培育阶段，未来具有成长潜力。**除了风电机组和新能源电站相关业务，公司围绕风光储氢积极布局，包括新能源电站 EPC、配售电、光伏业务、储能及氢能等。2022 年公司光伏异质结电池片和组件生产线顺利投产，钙钛矿电池研发取得重要突破，同时公司拥有规模化碲化镉（CdTe）光伏组件产能，主要用于 BIPV 领域，可替代现有玻璃幕墙和工业屋顶进行光伏发电。2022 年公司储能系统业务逐步发展，出货量达到 1087MWh；公司 2000 Nm/h 碱性水电解制氢装备于 2022 年 10 月正式下线。2022 年公司其他主营业务收入 4.89 亿元，同比增长 2.5 倍，毛利率 1.17%，估计暂未实现盈利；整体来看，这些布局的新兴业务具有较好的行业发展前景，有望为公司创造新的增长点。
- **投资建议。**考虑当前陆上风机业务竞争形势，调整公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 44.83（原预测值 55.65）、58.52（原预测值 72.33）、77.71（新增）亿元，对应的动态 PE 分别为 9.4、7.2、5.4 倍。公司风机业务竞争力突出，新能源电站业务有望持续成长，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**1）海上风电需求受政策等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）2022 年以来海上风机招标价格大幅下降，公司海上风机产品毛利率可能承压。（3）国内海上风机竞争加剧和公司市占份额下降的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35,464	45,098	55,083	66,900
现金	11,157	15,136	18,624	26,076
应收票据及应收账款	12,602	13,976	16,681	17,369
其他应收款	784	984	1,225	1,467
预付账款	844	1,194	1,487	1,780
存货	8,024	11,047	13,675	16,187
其他流动资产	2,053	2,762	3,391	4,021
非流动资产	33,476	33,261	32,752	32,038
长期投资	488	513	537	562
固定资产	10,867	11,991	13,347	14,432
无形资产	1,585	1,618	1,716	1,805
其他非流动资产	20,537	19,139	17,151	15,239
资产总计	68,940	78,359	87,834	98,938
流动负债	28,357	35,146	40,824	46,452
短期借款	260	0	0	0
应付票据及应付账款	17,229	20,415	22,975	25,154
其他流动负债	10,869	14,731	17,849	21,298
非流动负债	12,218	10,821	9,361	7,855
长期借款	6,700	5,303	3,843	2,337
其他非流动负债	5,518	5,518	5,518	5,518
负债合计	40,575	45,966	50,184	54,307
少数股东权益	252	245	235	223
股本	2,272	2,272	2,272	2,272
资本公积	16,967	16,967	16,967	16,967
留存收益	8,875	12,909	18,175	25,169
归属母公司股东权益	28,114	32,148	37,415	44,408
负债和股东权益	68,940	78,359	87,834	98,938

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-836	7,063	6,419	10,521
净利润	3,449	4,476	5,843	7,758
折旧摊销	983	1,405	1,685	1,888
财务费用	-48	231	137	38
投资损失	-704	-546	-546	-546
营运资金变动	-5,371	1,393	-819	1,263
其他经营现金流	853	103	119	119
投资活动现金流	-9,950	-748	-748	-748
资本支出	7,256	1,150	1,150	1,150
长期投资	-3,212	0	0	0
其他投资现金流	-13,994	-1,898	-1,898	-1,898
筹资活动现金流	7,817	-2,336	-2,183	-2,321
短期借款	161	-260	0	0
长期借款	1,716	-1,397	-1,460	-1,505
其他筹资现金流	5,940	-679	-723	-816
现金净增加额	-2,616	3,979	3,488	7,452

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,748	42,510	52,945	63,398
营业成本	24,602	33,870	41,929	49,628
税金及附加	146	191	228	266
营业费用	1,193	1,445	1,747	1,902
管理费用	825	1,052	1,271	1,395
研发费用	844	1,020	1,244	1,458
财务费用	-48	231	137	38
资产减值损失	-183	-231	-287	-344
信用减值损失	-237	-227	-283	-339
其他收益	378	378	378	378
公允价值变动收益	18	0	0	0
投资净收益	704	546	546	546
资产处置收益	-1	3	3	3
营业利润	3,865	5,168	6,745	8,954
营业外收入	24	24	24	24
营业外支出	31	31	31	31
利润总额	3,858	5,161	6,738	8,947
所得税	409	686	895	1,188
净利润	3,449	4,476	5,843	7,758
少数股东损益	-5	-7	-9	-12
归属母公司净利润	3,455	4,483	5,852	7,771
EBITDA	4,794	6,798	8,560	10,873
EPS (元)	1.52	1.97	2.58	3.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	13.2	38.3	24.5	19.7
营业利润(%)	6.7	33.7	30.5	32.8
归属于母公司净利润(%)	11.4	29.8	30.5	32.8
获利能力				
毛利率(%)	20.0	20.3	20.8	21.7
净利率(%)	11.2	10.5	11.1	12.3
ROE(%)	12.3	13.9	15.6	17.5
ROIC(%)	29.2	17.8	23.1	28.6
偿债能力				
资产负债率(%)	58.9	58.7	57.1	54.9
净负债比率(%)	-14.8	-30.4	-39.3	-53.2
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.4	3.0	3.2	3.7
应付账款周转率	2.5	3.2	3.5	3.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.52	1.97	2.58	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	3.11	2.83	4.63
每股净资产(最新摊薄)	12.37	14.15	16.47	19.54
估值比率				
P/E	12.2	9.4	7.2	5.4
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.6	5.3	3.7	2.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层