

明阳智能 (601615.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q23 盈利环比改善，业绩符合预期

业绩简评

2023年8月30日，明阳智能发布2023年半年度报告。1H23公司实现营收105.59亿元，同降25.84%；实现归母净利润6.54亿元，同降73.28%；实现扣非归母净利润5.37亿元，同降76.66%。其中，2Q23公司实现营收78.40亿元，同增10.23%；实现归母净利润8.80亿元，同降15.30%，环比扭亏为盈；实现扣非归母净利润8.27亿元，同降6.02%，业绩符合预期。

经营分析

2Q23 盈利环比改善。1H23 年公司毛利率和净利率分别为 18.36%/6.23%，同比分别变化-7.29/-10.93PCT。公司 2Q23 毛利率为 20.08%，受益于成本改善以及海风出货规模增加，环增 6.72%。1H23 期间费用率同比小幅提升。1H23 年公司期间费用率为 12.69%，较去年同期变化+1.68PCT，其中销售费用率、管理费用率（含研发费用）、财务费用率分别为 4.83%/7.97%/-0.11%，较去年同期分别变化+0.72/+1.73/-0.76PCT。

海外拓展加速，日本订单交付，韩国首获订单。公司获得日本经济产业省 METI 和日本船级社 ClassNK 颁发的认证并成功交付日本入善町海上风电项目，这是日本海上风电项目首次采用中国风机厂商生产的风电机组。公司加强东亚地区业务开发，首次获得韩国订单

光伏异质结产量利润双突破。公司第一条异质结电池片产线已于 2023 年上半年达产，对应上半年公司光伏板块毛利率超过 2%。未来随着银包铜等降本技术陆续应用，光伏产品将为公司打造第二增长曲线。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2023-2025 年净利润为 43、57、69 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8、6、5 倍。维持“买入”评级

风险提示

人民币汇率波动；大股东减持；限售股解禁。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

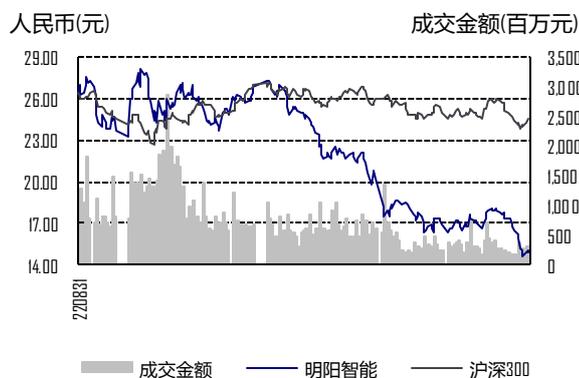
联系人：胡竞楠

hujingnan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.92 元

相关报告：

- 《明阳智能公司点评：受制于海风出货下降盈利下降，预计 Q2 盈利环...》，2023.4.30
- 《在手订单饱满，明年出货有望高增-明阳智能三季度业绩点评》，2022.10.28
- 《3Q22 业绩超预期，明年出货高增高确定性-明阳智能三季报预增...》，2022.10.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	27,158	30,748	36,490	47,234	51,967
营业收入增长率	20.93%	13.22%	18.67%	29.44%	10.02%
归母净利润(百万元)	3,101	3,455	4,326	5,651	6,900
归母净利润增长率	125.69%	11.40%	25.23%	30.62%	22.10%
摊薄每股收益(元)	1.585	1.520	1.904	2.487	3.037
每股经营性现金流净额	2.76	-0.35	4.65	4.25	3.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.86%	12.29%	13.71%	15.67%	16.59%
P/E	16.47	16.61	7.84	6.00	4.92
P/B	2.78	2.04	1.08	0.94	0.82

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	22,457	27,158	30,748	36,490	47,234	51,967
增长率	20.9%	13.2%	18.7%	29.4%	10.0%	
主营业务成本	-18,287	-21,338	-24,602	-28,465	-37,941	-41,511
%销售收入	81.4%	78.6%	80.0%	78.0%	80.3%	79.9%
毛利	4,170	5,820	6,146	8,025	9,293	10,455
%销售收入	18.6%	21.4%	20.0%	22.0%	19.7%	20.1%
营业税金及附加	-105	-216	-146	-172	-222	-244
%销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-975	-1,184	-1,193	-1,460	-1,889	-2,079
%销售收入	4.3%	4.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-509	-672	-825	-1,095	-1,417	-1,559
%销售收入	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-601	-872	-844	-985	-1,275	-1,403
%销售收入	2.7%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	1,981	2,875	3,139	4,314	4,489	5,170
%销售收入	8.8%	10.6%	10.2%	11.8%	9.5%	9.9%
财务费用	-386	-255	48	-259	-145	-23
%销售收入	1.7%	0.9%	-0.2%	0.7%	0.3%	0.0%
资产减值损失	-138	-340	-420	0	0	0
公允价值变动收益	0	68	18	0	0	0
投资收益	16	918	704	400	1,600	2,200
%税前利润	1.1%	25.6%	18.2%	8.2%	25.2%	28.4%
营业利润	1,579	3,623	3,865	4,855	6,344	7,747
营业利润率	7.0%	13.3%	12.6%	13.3%	13.4%	14.9%
营业外收支	-102	-34	-7	0	0	0
税前利润	1,477	3,589	3,858	4,855	6,344	7,747
利润率	6.6%	13.2%	12.5%	13.3%	13.4%	14.9%
所得税	-173	-630	-409	-534	-698	-852
所得税率	11.7%	17.6%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,304	2,959	3,449	4,321	5,646	6,895
少数股东损益	-70	-142	-5	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	1,374	3,101	3,455	4,326	5,651	6,900
净利率	6.1%	11.4%	11.2%	11.9%	12.0%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,304	2,959	3,449	4,321	5,646	6,895
少数股东损益	-70	-142	-5	-5	-5	-5
非现金支出	725	1,227	1,444	1,147	1,352	1,556
非经营收益	581	-350	-318	17	-1,223	-1,823
营运资金变动	1,020	1,561	-5,371	5,088	3,875	1,557
经营活动现金净流	3,631	5,398	-796	10,574	9,651	8,184
资本开支	-3,304	-7,380	-8,004	-3,169	-3,300	-3,300
投资	9	-1,677	-2,812	0	0	0
其他	-468	2,122	867	415	1,600	2,200
投资活动现金净流	-3,763	-6,935	-9,950	-2,755	-1,700	-1,100
股权募资	5,918	588	6,668	1	0	0
债权募资	-97	888	2,771	-2,919	0	0
其他	-651	-1,582	-1,621	-1,276	-1,508	-1,757
筹资活动现金净流	5,169	-636	7,817	-4,194	-1,508	-1,757
现金净流量	5,037	-2,187	-2,576	3,625	6,443	5,328

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,333	14,071	11,157	14,766	21,196	26,515
应收款项	5,167	7,900	12,733	12,392	16,040	17,647
存货	8,472	9,604	8,024	10,138	13,513	14,785
其他流动资产	3,153	6,051	3,549	3,499	3,969	4,160
流动资产	33,125	37,626	35,464	40,794	54,719	63,108
%总资产	64.2%	61.2%	51.4%	53.5%	59.4%	61.7%
长期投资	657	1,147	1,227	1,212	1,212	1,212
固定资产	10,771	10,938	16,322	18,554	20,579	22,397
%总资产	20.9%	17.8%	23.7%	24.3%	22.3%	21.9%
无形资产	1,539	1,413	2,065	1,983	1,913	1,846
非流动资产	18,503	23,867	33,476	35,493	37,441	39,186
%总资产	35.8%	38.8%	48.6%	46.5%	40.6%	38.3%
资产总计	51,628	61,493	68,940	76,287	92,161	102,293
短期借款	1,646	1,218	929	730	730	730
应付款项	14,878	21,531	18,760	23,488	31,299	34,246
其他流动负债	10,520	10,501	8,668	10,680	13,648	15,067
流动负债	27,044	33,250	28,357	34,898	45,677	50,043
长期贷款	3,598	3,439	5,257	5,257	5,257	5,257
其他长期负债	5,900	6,310	6,961	4,334	4,912	5,164
负债	36,543	42,999	40,575	44,488	55,846	60,464
普通股股东权益	14,762	18,395	28,114	31,552	36,073	41,593
其中：股本	1,875	1,956	2,272	2,272	2,272	2,272
未分配利润	2,729	5,376	8,159	11,620	16,141	21,661
少数股东权益	322	100	252	247	242	237
负债股东权益合计	51,628	61,493	68,940	76,287	92,161	102,293

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.733	1.585	1.520	1.904	2.487	3.037
每股净资产	7.872	9.403	12.374	13.887	15.877	18.307
每股经营现金净流	1.936	2.759	-0.350	4.654	4.247	3.602
每股股利	0.106	0.221	0.304	0.381	0.497	0.607
回报率						
净资产收益率	9.31%	16.86%	12.29%	13.71%	15.67%	16.59%
总资产收益率	2.66%	5.04%	5.01%	5.67%	6.13%	6.75%
投入资本收益率	8.19%	9.50%	7.62%	9.58%	8.96%	9.18%
增长率						
主营业务收入增长率	114.02%	20.93%	13.22%	18.67%	29.44%	10.02%
EBIT 增长率	177.61%	45.15%	9.17%	37.46%	4.06%	15.17%
净利润增长率	92.84%	125.69%	11.40%	25.23%	30.62%	22.10%
总资产增长率	48.80%	19.11%	12.11%	10.66%	20.81%	10.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.8	64.3	98.7	98.0	98.0	98.0
存货周转天数	112.6	154.6	130.8	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	126.3	154.2	147.1	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	113.1	128.3	127.2	119.5	100.2	96.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.33%	-44.09%	-13.36%	-23.89%	-38.63%	-46.25%
EBIT 利息保障倍数	5.1	11.3	-66.0	16.7	30.9	225.2
资产负债率	70.78%	69.92%	58.86%	58.32%	60.60%	59.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-07	增持	21.66	32.22
2	2022-04-15	增持	23.42	32.22
3	2022-04-29	增持	21.25	32.22
4	2022-07-08	增持	34.36	N/A
5	2022-08-31	增持	27.72	N/A
6	2022-10-18	买入	27.64	N/A
7	2022-10-28	买入	26.55	N/A
8	2023-04-30	买入	20.66	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806