

明阳智能 (601615.SH)

买入(维持评级)

业绩符合预期，风机业务盈利持续修复

当前价格: 14.92 元
目标价格: 39.80 元

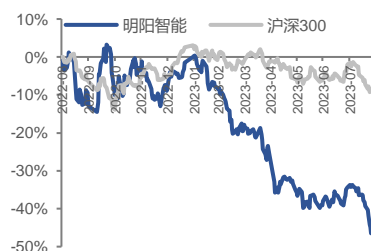
投资要点:

- 事件: 8月31日, 公司发布23年中报, 业绩符合预期。23H1实现营业收入106亿, YOY-26%, 归母净利润6.5亿, YOY-73%, 扣非归母净利润5.4亿, YOY-77%; 其中23Q2实现营业收入78亿, YOY+10%, QOQ+188%, 归母净利润8.8亿, YOY-15%, QOQ扭亏, 扣非归母净利润8.3亿, YOY-6%, QOQ扭亏。
- Q2环比扭亏, 风机业务盈利持续修复。从半年的维度看, 23H1风机出货3.45GW, 同比去年持平, 利润大幅下滑系风机价格大跌导致盈利能力下滑所致, 23H1风机及配件业务的毛利率为14.3%, YOY-10pct。从季度的维度看, 23Q2出货2.50GW, 环比Q1增长165%, 主要系季节性因素, Q1为全年风电开工建设的淡季, 风机交付量低。盈利能力方面, Q2风机及配件业务的毛利率为17.1%, 环比Q1提升12.1pct, 主要系出货结构改善, Q2海风出货0.5GW, 占比20%, 而Q1基本无海风出货。展望后续, 随着风机价格跌势趋缓, 公司的盈利能力有望持续修复。
- 大兆瓦机型研发持续推进, 引领行业大型化浪潮。报告期内, 在海上风机方面, 公司发布了全球最大海上风电机组MySE18.X-28X, 并下线全球最大漂浮式海上风电机组MySE16.X-260; 在陆上风机方面, 公司发布并下线了陆上超大单机容量风电机组MySE10.X-23X。
- 电站滚动开发加速, 发力光伏业务, 打造第二增长级。23H1公司电站运营收入8.3亿元, 同比增长19%, 毛利率64%。截至23年6月底, 公司在运营电站1.67GW, 同比增加0.40GW, 在建电站4.02GW, 同比增加1.76GW。报告期内, 公司发布了全新一代“朱雀”系列高效HJT光伏电池组件, 首期产能已经完全达产, 产品转换效率和成本控制达到行业优秀水平, 产品品质得到了国内外客户充分认可。同时, 公司钙钛矿电池研发也取得了重要突破。公司正加速整合一体化的销售体系, 增加风电和光伏业务的协同效应, 同时在上海布局了光伏全球研发中心、全球营销中心及全球运营中心, 致力于将光伏业务打造成为公司的第二增长级。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计23-25年公司实现归母净利润45/59/77亿, 当前股价对应23-25年PE为8/6/4倍。考虑到公司是海上风机的龙头, 有望充分受益于国内外海风的高景气度, 给予目标价39.80元/股(对应23年20X), 维持“买入”评级。
- 风险提示: 国内装机需求不及预期; 原材料价格波动风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2272/2109
总市值/流通市值(百万元)	33898/31466
每股净资产(元)	12.37
资产负债率(%)	62.26
一年内最高/最低(元)	28.11/14.57

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟
执业证书编号: S0210522050005
邮箱: dw3787@hfzq.com.cn

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	27,216	30,748	37,753	44,247	51,965
增长率	21%	13%	23%	17%	17%
净利润(百万元)	3,158	3,455	4,511	5,901	7,714
增长率	130%	9%	31%	31%	31%
EPS(元/股)	1.39	1.52	1.99	2.60	3.40
市盈率(P/E)	10.7	9.8	7.5	5.7	4.4
市净率(P/B)	1.8	1.2	1.1	0.9	0.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

- 《明阳智能(601615.SH): 风机盈利承压, 电站“滚动开发”加速》2022-05-03
- 《明阳智能(601615.SH): 海风景气度高企, 大兆瓦海风龙头先行》2022-03-29

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,157	22,411	29,645	36,149	营业收入	30,748	37,753	44,247	51,965
应收票据及账款	10,774	9,110	11,835	14,838	营业成本	24,602	30,328	35,817	42,384
预付账款	844	1,060	1,107	1,415	税金及附加	146	189	221	260
存货	8,024	12,534	14,204	16,052	销售费用	1,193	1,397	1,549	1,715
合同资产	653	817	920	1,102	管理费用	825	944	1,106	1,247
其他流动资产	4,665	7,627	9,348	9,701	研发费用	844	944	1,062	1,143
流动资产合计	35,464	52,743	66,139	78,155	财务费用	-48	5	-175	-129
长期股权投资	488	566	664	779	信用减值损失	-237	-264	-310	-364
固定资产	10,714	12,490	14,089	15,352	资产减值损失	-183	-189	-221	-260
在建工程	5,601	3,734	1,497	-74	公允价值变动收益	18	38	44	52
无形资产	1,585	1,713	1,868	2,147	投资收益	704	1,133	1,991	3,378
商誉	69	69	69	69	其他收益	378	491	575	676
其他非流动资产	15,020	14,995	17,555	20,578	营业利润	3,865	5,153	6,746	8,826
非流动资产合计	33,476	33,567	35,741	38,852	营业外收入	24	38	44	52
资产合计	68,940	86,310	101,880	117,006	营业外支出	31	38	44	52
短期借款	260	0	0	0	利润总额	3,858	5,153	6,746	8,826
应付票据及账款	17,229	23,504	28,489	32,080	所得税	409	680	889	1,164
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,449	4,474	5,857	7,662
合同负债	7,566	11,621	12,538	14,502	少数股东损益	-5	-38	-44	-52
其他应付款	1,529	1,888	2,212	2,598	归属母公司净利润	3,454	4,511	5,901	7,714
其他流动负债	1,774	3,314	3,893	4,574	EPS (按最新股本摊薄)	1.52	1.99	2.60	3.40
流动负债合计	28,357	40,326	47,132	53,754	主要财务比率				
长期借款	5,257	5,068	7,059	6,799		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	1,382	1,699	1,991	2,338	成长能力				
其他非流动负债	5,579	6,795	7,965	9,354	营业收入增长率	13.0%	22.8%	17.2%	17.4%
非流动负债合计	12,218	13,562	17,015	18,491	EBIT 增长率	-2.3%	35.4%	27.4%	32.3%
负债合计	40,575	53,889	64,146	72,246	归母净利润增长率	9.4%	30.6%	30.8%	30.7%
归属母公司所有者权益	28,114	32,207	37,564	44,643	获利能力				
少数股东权益	252	214	170	118	毛利率	20.0%	19.7%	19.1%	18.4%
所有者权益合计	28,365	32,421	37,733	44,761	净利率	11.2%	11.8%	13.2%	14.7%
负债和股东权益	68,940	86,310	101,880	117,006	ROE	12.2%	13.9%	15.6%	17.2%
					ROIC	15.2%	16.4%	17.4%	20.2%
					偿债能力				
					资产负债率	58.9%	62.4%	63.0%	61.7%
					流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
					速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	97	95	85	92
					存货周转天数	129	122	134	128
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.52	1.99	2.60	3.40
					每股经营现金流	-0.35	4.26	2.45	2.95
					每股净资产	12.37	14.18	16.53	19.65
					估值比率				
					P/E	10	8	6	4
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	148	113	90	70

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-796	9,672	5,562	6,691
现金收益	4,385	5,590	6,959	8,965
存货影响	1,580	-4,510	-1,670	-1,847
经营性应收影响	-5,062	1,636	-2,550	-3,052
经营性应付影响	-2,770	6,633	5,310	3,977
其他影响	1,072	323	-2,486	-1,352
投资活动现金流	-9,950	468	-1,444	-1,197
资本支出	-7,051	-1,149	-795	-1,404
股权投资	76	-78	-97	-116
其他长期资产变化	-2,975	1,695	-552	323
融资活动现金流	7,817	1,114	3,116	1,010
借款增加	1,651	709	2,543	396
股利及利息支付	-615	-885	-1,030	-1,110
股东融资	6,668	316	0	0
其他影响	113	974	1,603	1,724

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn