



大功率风机助力公司海陆齐飞

2019.08.28

徐超 (分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: xu.chao1@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518060001

事件:

公司发布 2019 年半年报,报告期内实现销售收入 40.15 亿元,同比增长 57.90%,实现归母净利润 3.34 亿元,同比增长 129.3%,扣非后归母净利润 2.81 亿元,同比增长 128.83%。

点评:

● 斩获陆上与海上大风机订单,引领大风机浪潮

2019 上半年,公司机组订单新增中标容量 5.96GW,其中,海上风电机组订单为 2.16GW,容量占比为 36%;陆上大风机 (2.5MW 及 2.5MW 以上) 订单 3.50GW,占整体订单 59%;海上新增机组订单均为单机功率 5.5MW 及以上机型;大风机订单 (单机功率 3.0MW 及以上) 容量占比已逾 95%,实现了大风机订单的市场引领。截至 2019 年上半年,公司海上风机在手订单已逾 4.0GW,3.0MW 及以上平台机组容量占比达 86% 以上。

● 风机收入高增长,毛利率保持

风电机组实现收入 33.48 亿元,同比增长 53.16%,毛利率 17.74%,在去年风机价格下降幅度超过 15% 的条件下,公司风机毛利率仅下降 3.8pct,远小于行业内其他公司下降幅度,显示出公司对成本把控能力突出,同时也体现了大功率风机的溢价能力,随着风机价格回升以及下半年大功率机型交付,公司风机毛利率将回升。公司中报存货中库存商品 12.10 亿元,较期初增加 163%,同比增长 236%,库存商品大幅增加,公司已为下半年行业抢装做好准备。

● 陆上风机抢装明确,海上风电新贵崭露头角

截至 6 月底,国内公开风电机组招标量达到 25.34GW,同比增长 113%,已超过去年全年的招标量,今明两年国内风电抢装趋势已十分明显。同时国内海上风电进入高速发展期,公司凭借半直驱大功率机型以获得众多客户认可,凭借一体化研发体系,优良的技术性能,以及充足的订单,公司在国内风电市场将斩获更大的市场份额,公司发展将迈上新台阶。

盈利预测与估值:

公司半年报盈利大幅增长,我们维持公司 19-21 年 EPS 至 0.48、0.72、0.90 元,维持公司目标价 18.92 元不变,继续给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示: 风电政策出现重大变化,公司海上风机订单交付不及预期;风机价格下降超预期等。

主要财务指标(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6902.15	9342.06	13136.80	17328.75
同比(%)	30.27%	35.35%	40.62%	31.91%
归属母公司净利润	425.97	664.47	989.80	1240.24
同比(%)	19.64%	55.99%	48.96%	25.30%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.72	0.90
P/E	36.12	23.15	15.54	12.40
P/B	3.46	3.02	2.54	2.12
EV/EBITDA	14.89	7.29	5.37	4.28

强烈推荐 (维持)

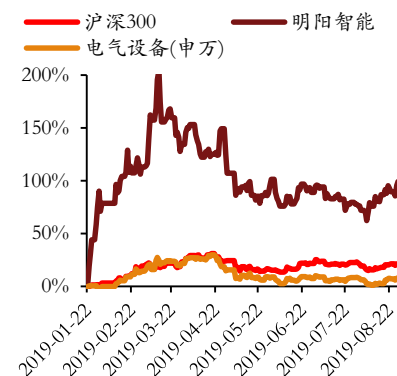
现价: 11.35 元

目标价: 18.92 元

股价空间: 66.70%

电力设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
明阳智能	10.84	5.89	-6.74
电气设备(申万)	-0.26	-0.62	-7.12
沪深 300	-1.45	3.78	1.96

基本资料

总市值(亿元)	156.60
总股本(亿股)	13.80
流通股比例	20.00%
资产负债率	75.81%
大股东	靖安洪大招昆股权投资合伙企业(有限合伙)
大股东持股比例	16.69%

相关报告

点评报告-明阳智能(601615.SH)-加速风电资产周转,开启海上风电时代-20190808
 点评报告-明阳智能(601615.SH)-战略清晰,再获海风订单-20190621
 点评报告-明阳智能(601615.SH)-业绩增长复合预期,海上风机订单量创新高-20190509
 深度报告-明阳智能(601615.SH)-大功率风机弯道超车,海上风电龙头启航-20190329



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

附录：财务报表预测

证券研究报告

明阳智能（601615.SH）点评报告

资产负债表					利润表				
百万元					百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3312.63	1397.54	1702.91	2787.29	营业收入	6902.15	9342.06	13136.80	17328.75
应收票据及账款	5912.31	7882.17	11083.90	14620.77	营业成本	5170.94	7090.62	9694.96	12733.17
预付账款	233.18	274.14	385.50	508.52	营业税金及附加	76.94	69.79	109.32	146.11
其他应收款	248.06	823.29	1157.71	1527.13	销售费用	715.43	834.40	1173.34	1547.75
存货	1444.69	3240.67	4430.95	5819.52	管理费用	561.29	767.89	1079.81	1424.38
其他流动资产	511.93	750.77	1055.73	1392.61	财务费用	257.48	190.25	165.11	162.68
流动资产总计	11662.80	14368.58	19816.69	26655.84	其他经营损益	80.17	-25.29	-25.29	-25.29
长期股权投资	403.57	416.57	432.57	453.57	投资收益	63.31	290.19	168.53	85.90
固定资产	5185.30	5404.22	6232.73	6594.32	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1037.22	1914.35	1641.48	1418.61	营业利润	263.56	654.00	1057.50	1375.27
无形资产	836.50	729.82	637.44	534.33	其他非经营损益	122.98	78.53	85.87	82.20
长期待摊费用	85.98	92.99	50.00	50.00	利润总额	386.54	732.53	1143.38	1457.48
其他非流动资产	3120.48	3131.18	3116.89	3102.60	所得税	-36.21	73.08	161.05	226.60
非流动资产合计	10669.04	11689.14	12111.11	12153.44	净利润	422.75	659.45	982.32	1230.88
资产总计	22331.84	26057.72	31927.80	38809.28	少数股东损益	-3.22	-5.02	-7.47	-9.36
短期借款	1285.26	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	425.97	664.47	989.80	1240.24
应付票据及账款	5599.32	8658.26	11838.38	15548.29	EBITDA	1002.26	2165.68	2952.52	3548.83
其他流动负债	3214.69	4528.26	6266.89	8246.40	NOPLAT	569.85	752.71	1048.47	1298.06
流动负债合计	10099.28	13186.52	18105.27	23794.70	EPS(元)	0.31	0.48	0.72	0.90
长期借款	3590.26	3590.26	3590.26	3590.26	主要财务比率				
其他非流动负债	3754.10	3754.10	3754.10	3754.10	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
非流动负债合计	7344.36	7344.36	7344.36	7344.36	成长能力				
负债合计	17443.64	20530.88	25449.63	31139.06	营收增长率	0.30	0.35	0.41	0.32
股本	1103.82	1103.82	1103.82	1103.82	EBIT 增长率	0.38	0.43	0.42	0.24
资本公积	2614.57	2614.57	2614.57	2614.57	EBITDA 增长率	0.41	1.16	0.36	0.20
留存收益	733.54	1377.21	2336.01	3537.42	净利润增长率	0.29	0.56	0.49	0.25
归属母公司权益	4451.93	5095.60	6054.40	7255.82	盈利能力				
少数股东权益	436.26	431.24	423.77	414.41	毛利率	0.25	0.24	0.26	0.27
股东权益合计	4888.20	5526.84	6478.18	7670.22	净利率	0.06	0.07	0.07	0.07
负债和股东权益合计	22331.84	26057.72	31927.80	38809.28	ROE	0.10	0.13	0.16	0.17
现金流量表					ROA	0.02	0.03	0.03	0.03
百万元					ROIC	0.09	0.11	0.12	0.14
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	估值倍数				
税后经营利润	329.81	303.71	742.11	1076.36	P/E	36.12	23.15	15.54	12.40
折旧与摊销	358.24	1242.90	1644.03	1928.67	P/S	2.23	1.65	1.17	0.89
财务费用	257.48	190.25	165.11	162.68	P/B	3.46	3.02	2.54	2.12
其他经营资金	-669.21	-248.37	-224.00	-65.34	股息率	0.01	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	276.32	1488.49	2327.25	3102.37	EV/EBIT	23.18	17.12	12.12	9.37
投资性现金净流量	-1172.07	-1907.25	-1825.78	-1816.48	EV/EBITDA	14.89	7.29	5.37	4.28
筹资性现金净流量	1074.65	-1496.31	-196.10	-201.51	EV/NOPLAT	26.19	20.99	15.13	11.70
现金流量净额	178.90	-1915.08	305.36	1084.38					

资料来源：同花顺、广证恒生测算



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。