

3MW 及以上机组订单充沛，业绩有望高增长

——明阳智能（601615）年报点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 04 月 22 日

事件：

公司发布2019年年度报告，2019年实现营收104.93亿元，同比增长52.03%；归母净利润7.13亿元，同比增长67.28%。

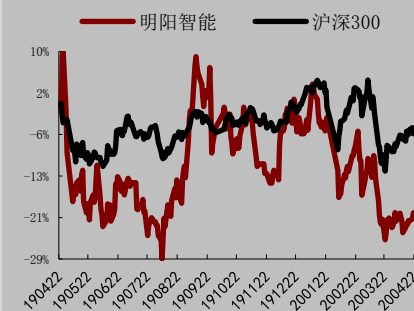
投资要点：

- **风机销售高增长，5.5MW机型开始发力：**公司2019年实现风机销售92.38亿元，同比增长51.22%；毛利率19.22%，同比下滑1.70pct，毛利率下滑主要是由于上半年的低价订单拖累。公司3.0MW平台稳定发展，19年销售3.0MW陆上机组375台，同比增长138.85%；毛利率17.39%，同比增长0.46pct；海上机组方面，5.5MW机型订单快速增长，实现销售量67台，同比增长超过20倍；毛利率20.3%，同比增长6.3pct；销售均价达到5842.61元/kW，机型盈利能力快速提升。
- **在手订单充沛，未来业绩可期：**公司19年新增中标容量11.1GW，同比+129%，截至2019年底，公司在手订单达15.75GW，同比增长123%；其中陆上机型占比63%，海上机型占比37%，海上风电订单同比增长1.8倍。公司大容量机组订单充沛，3MW及以上订单占比高达92%。作为先行指标，高增长的订单量为20、21年业绩提供保障。此外，随着风电抢装，风机价格加速回升，截至2019年12月，2.5MW均价已达到4157元/kW，同比增长20.49%，预计公司未来两年业绩维持较高增长。
- **风电场业务保持增长，盈利维持高水平：**2019年公司风电场发电业务实现收入7.54亿元，同比+20.16%；毛利率64.47%，同比-3.57pct，但仍维持较高盈利水平。截至2019年底，公司已投资的电站并网容量741.1MW，在建装机容量约994.5MW。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司20-22年营业收入分别为208.60、255.94、244.97亿元，归母净利润13.82、15.67、11.10亿元，同比增长93.9%、13.4%、-29.2%，EPS分别为1.00/1.14/0.80元/股，考虑到风电抢装行情，公司今年销售风机有望达到5GW，维持买入评级。
- **风险因素：**风机价格上涨不及预期；原材料和零部件价格上涨风险；弃风限电改善不及预期；公司后续订单量不及预期；大股东减持风险。

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	深圳市招商洪大资本管理有限责任公司—靖安洪大招昆股权投资合伙企业（有限合伙）/16.69%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,379.72
流通A股（百万股）	924.74
收盘价（元）	10.35
总市值（亿元）	142.80
流通A股市值（亿元）	95.71

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 04 月 22 日

相关研究

万联证券研究所 20200205_明阳智能（601615）首次深度覆盖_AAA_海上风电龙头，半直驱翱翔四海

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一

电话：13009877660

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,493	20,860	25,594	24,497
增长率(%)	52.0%	98.8%	22.7%	-4.3%
净利润(百万元)	713	1,382	1,567	1,110
增长率(%)	67.3%	93.9%	13.4%	-29.2%
每股收益(元)	0.52	1.00	1.14	0.80
市盈率(倍)	20.0	10.3	9.1	12.9

资料来源：wind，万联证券研究所

资产负债表					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,580	40,075	46,323	45,045	营业收入	10,493	20,860	25,594	24,497
货币资金	10,773	14,566	16,449	17,428	营业成本	8,116	16,645	20,832	20,441
应收票据及应收账款	4,754	14,876	17,257	15,029	营业税金及附加	52	176	210	176
其他应收款	298	663	803	760	销售费用	895	1,601	1,926	1,806
预付账款	1,179	1,549	2,134	2,176	管理费用	419	749	901	845
存货	2,811	5,658	6,916	6,889	研发费用	298	533	563	539
其他流动资产	2,763	2,763	2,763	2,763	财务费用	267	171	132	134
非流动资产	12,116	14,421	16,273	18,113	资产减值损失	-77	-19	-20	-22
长期股权投资	422	442	457	467	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,656	5,560	6,140	6,643	投资净收益	290	343	454	505
在建工程	2,420	3,162	3,873	4,706	资产处置收益	-2	-2	-3	0
无形资产	1,028	1,295	1,524	1,760	营业利润	739	1,452	1,616	1,162
其他长期资产	3,590	3,961	4,279	4,537	营业外收入	18	20	22	25
资产总计	34,696	54,496	62,596	63,158	营业外支出	9	10	11	12
流动负债	18,162	31,051	38,200	37,506	利润总额	748	1,462	1,627	1,175
短期借款	1,375	0	0	0	所得税	86	146	163	117
应付票据及应付账款	7,534	18,016	21,479	21,075	净利润	661	1,316	1,464	1,057
预收账款	6,859	9,118	12,322	12,135	少数股东损益	-51	-66	-103	-53
其他流动负债	2,395	3,917	4,399	4,296	归属母公司净利润	713	1,382	1,567	1,110
非流动负债	9,441	9,241	9,141	9,341	EBITDA	1,168	1,569	1,502	1,039
长期借款	2,849	2,649	2,549	2,749	EPS (元)	0.52	1.00	1.14	0.80
应付债券	1,805	1,805	1,805	1,805					
其他非流动负债	4,787	4,787	4,787	4,787					
负债合计	27,604	40,292	47,341	46,847	主要财务比率				
股本	1,380	1,794	1,380	1,380	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	3,583	8,965	8,965	8,965	成长能力				
留存收益	1,324	2,706	4,273	5,383	营业收入	52.0%	98.8%	22.7%	-4.3%
归属母公司股东权益	6,721	13,898	15,051	16,161	营业利润	94.2%	96.5%	11.3%	-28.1%
少数股东权益	371	306	203	150	归属于母公司净利润	67.3%	93.9%	13.4%	-29.2%
负债和股东权益	34,696	54,496	62,596	63,158	获利能力				
					毛利率	22.7%	20.2%	18.6%	16.6%
					净利率	6.3%	6.3%	5.7%	4.3%
					ROE	10.6%	9.9%	10.4%	6.9%
					ROIC	4.6%	5.4%	5.2%	2.9%
					偿债能力				
					资产负债率	79.6%	73.9%	75.6%	74.2%
					净负债比率	389.2%	283.7%	310.3%	287.2%
					流动比率	1.24	1.29	1.21	1.20
					速动比率	0.95	1.01	0.94	0.92
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.38	0.41	0.39
					应收账款周转率	2.21	1.51	1.57	1.71
					存货周转率	3.73	3.69	3.70	3.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.52	1.00	1.14	0.80
					每股经营现金流	4.17	1.54	3.10	1.89
					每股净资产	4.87	10.07	10.91	11.71
					估值比率				
					P/E	20.04	10.34	9.11	12.86
					P/B	2.12	1.03	0.95	0.88
					EV/EBITDA	10.99	5.78	1.86	1.94
现金流量表					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	5,755	2,129	4,277	2,606					
净利润	661	1,316	1,464	1,057					
折旧摊销	454	414	339	349					
营运资金变动	4,615	561	2,784	1,562					
其它	25	-162	-311	-363					
投资活动现金流	-2,143	-2,387	-1,748	-1,693					
资本支出	-2,320	-2,340	-1,872	-1,928					
投资变动	343	-380	-325	-270					
其他	-166	333	449	505					
筹资活动现金流	3,933	4,050	-646	66					
银行借款	1,812	-1,575	-100	200					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	1,270	414	-414	0					
其他	851	5,211	-132	-134					
现金净增加额	7,548	3,793	1,883	979					
期初现金余额	2,708	10,773	14,566	16,449					
期末现金余额	10,256	14,566	16,449	17,428					

数据来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场