

业绩保持高增长，亮剑 11MW 海上风机

——明阳智能（601615）半年报点评报告

买入（维持）

日期：2020 年 07 月 10 日

事件：

公司发布20H1业绩预告，预计实现归母净利润4.5-5.6亿元，同增34.8%-67.75%；实现扣非归母净利润4.38-5.48亿元，同比增长55.93%-95.08%。

投资要点：

- **风机销量大增，发电业务稳步增长：**受疫情和淡季影响，今年1-5月全国风电新增装机4.9GW，同比下降28.78%。但公司上半年销量逆势同比大增，其中Q1风机对外销容量0.72GW，销售额27.07亿元，同增84.51%；预计2020H1实现风机销量约2.1GW，销售额约80亿元，同增139.38%。随着疫情缓解、市场需求释放，我们认为上半年风机毛利率有望增长至20%以上。发电业务方面，公司20H1持有电站并网容量预计约0.9-1GW，预计实现发电收入5-5.5亿元，同增17.1%-28.81%。
- **在手订单充足，订单结构持续优化：**截至20Q1，公司在手订单15.23GW，同增95%，其中陆上机组61%，海上机组39%。公司订单结构持续优化，单机功率3MW以上订单占比高达92.42%，5MW以上订单占比超过38%，今年1-4月新增订单中，5MW以上订单占比已经高达72.25%。大兆瓦风机占比的持续提升有望优化公司盈利能力，毛利率有望进一步提升。
- **发布11MW半直驱机组，海上风电持续领先：**7月7日，公司发布MySE11-203半直驱海上机组，叶轮直径203米，单机容量高达11MW，预计21年安装试验风机、22年实现商用。该机型采用碳纤维叶片，扫风面积32365平方米，将大幅降低海上风电LCOE水平。公司持续大兆瓦机型研发，暨年初发行可转债投资2.25亿元用于10MW以上整机及零部件研发后，公司近期发布定增预案，拟投入7.25亿元研发10MW海上漂浮式风机，公司持续研发投入，海上技术优势有望长期保持领先。
- **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、286.59亿元，归母净利润14.99、16.79、17.09亿元，同比增长110.3%、12.0%、1.8%，EPS分别为1.07/1.20/1.22元/股，考虑到公司龙头地位，给予6个月目标价18元/股，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；疫情反弹风险；公司后续订单量不及预期。

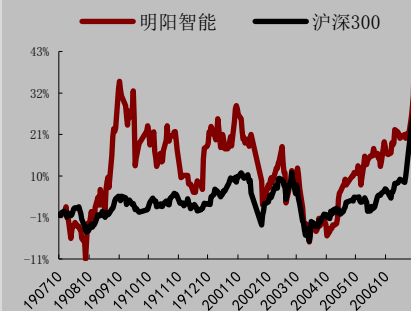
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,493	20,860	25,594	28,659
增长率(%)	52.0%	98.8%	22.7%	12.0%
净利润(百万元)	713	1,499	1,679	1,709
增长率(%)	67.3%	110.3%	12.0%	1.8%
每股收益(元)	0.51	1.07	1.20	1.22
市盈率(倍)	26.8	12.7	11.4	11.2

资料来源：wind，万联证券研究所

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—靖安洪大招商股权投资基金合伙企业（有限合伙）/16.69%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,403.07
流通A股（百万股）	924.75
收盘价（元）	14.79
总市值（亿元）	207.51
流通A股市值（亿元）	136.77

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 07 月 09 日

相关研究

万联证券研究所 20200422_公司年报点评_AAA_明阳智能（601615）年报点评报告
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：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,580	40,229	47,091	52,270
货币资金	10,773	16,039	18,649	20,913
应收票据及应收账款	4,754	13,566	15,842	17,247
其他应收款	298	663	803	889
预付账款	1,179	1,547	2,130	2,510
存货	2,811	5,650	6,903	7,948
其他流动资产	2,763	2,763	2,763	2,763
非流动资产	12,116	14,421	16,273	18,113
长期股权投资	422	442	457	467
固定资产	4,656	5,560	6,140	6,643
在建工程	2,420	3,162	3,873	4,706
无形资产	1,028	1,295	1,524	1,760
其他长期资产	3,590	3,961	4,279	4,537
资产总计	34,696	54,650	63,364	70,384
流动负债	18,162	31,022	38,157	43,268
短期借款	1,375	0	0	0
应付票据及应付账款	7,534	17,989	21,440	24,313
预收账款	6,859	9,118	12,322	14,196
其他流动负债	2,395	3,915	4,395	4,758
非流动负债	9,441	9,241	9,141	9,341
长期借款	2,849	2,649	2,549	2,749
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	40,263	47,298	52,609
股本	1,380	1,794	1,794	1,794
资本公积	3,583	8,965	8,965	8,965
留存收益	1,324	2,823	4,502	6,211
归属母公司股东权益	6,721	14,015	15,694	17,404
少数股东权益	371	371	371	371
负债和股东权益	34,696	54,650	63,364	70,384

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	3,548	4,524	3,793
净利润	661	1,499	1,679	1,709
折旧摊销	454	414	339	349
营运资金变动	4,615	1,851	2,882	2,195
其它	25	-216	-376	-460
投资活动现金流	-2,143	-2,332	-1,682	-1,595
资本支出	-2,320	-2,338	-1,870	-1,928
投资变动	343	-380	-325	-270
其他	-166	386	512	603
筹资活动现金流	3,933	4,050	-232	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	0	0
其他	851	5,211	-132	-134
现金净增加额	7,548	5,266	2,610	2,264
期初现金余额	2,708	10,773	16,039	18,649
期末现金余额	10,256	16,039	18,649	20,913

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,493	20,860	25,594	28,659
营业成本	8,116	16,621	20,794	23,582
营业税金及附加	52	161	189	203
销售费用	895	1,601	1,926	2,113
管理费用	419	749	901	988
研发费用	298	533	563	573
财务费用	267	171	132	134
资产减值损失	-77	-19	-20	-22
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	290	396	517	603
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	739	1,546	1,740	1,790
营业外收入	18	20	22	25
营业外支出	9	10	11	12
利润总额	748	1,556	1,751	1,803
所得税	86	57	72	94
净利润	661	1,499	1,679	1,709
少数股东损益	-51	0	0	0
归属母公司净利润	713	1,499	1,679	1,709
EBITDA	1,168	1,608	1,560	1,548
BPS (元)	0.51	1.07	1.20	1.22

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	52.0%	98.8%	22.7%	12.0%
营业利润	94.2%	109.2%	12.6%	2.8%
归属于母公司净利润	67.3%	110.3%	12.0%	1.8%
获利能力				
毛利率	22.7%	20.3%	18.8%	17.7%
净利率	6.3%	7.2%	6.6%	6.0%
ROE	10.6%	10.7%	10.7%	9.8%
ROIC	4.6%	5.9%	5.6%	5.0%
偿债能力				
资产负债率	79.6%	73.7%	74.6%	74.7%
净负债比率	-58.3%	-76.3%	-85.2%	-88.6%
流动比率	1.24	1.30	1.23	1.21
速动比率	0.95	1.02	0.96	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.38	0.40	0.41
应收账款周转率	2.21	1.62	1.69	1.74
存货周转率	2.89	2.94	3.01	2.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	1.07	1.20	1.22
每股经营现金流	4.10	2.53	3.22	2.70
每股净资产	4.79	9.99	11.19	12.40
估值比率				
P/E	26.78	12.73	11.36	11.16
P/B	2.84	1.36	1.22	1.10
EV/EBITDA	10.99	8.34	6.86	5.58

资料来源: 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