



2020-09-16

公司点评报告

买入/维持

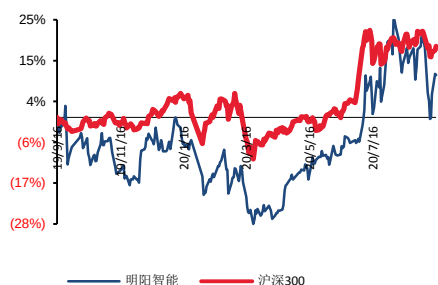
明阳智能 (601615)

昨收盘: 14.8

工业 资本货物

业绩延续高增，引领机组大型化趋势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,403/925
总市值/流通(百万元)	20,765/13,686
12 个月最高/最低(元)	16.71/9.71

相关研究报告:

明阳智能 (601615)《业绩高增，海上风电优势显著》--2020/08/21

明阳智能 (601615)《中报预增超预期，发布 11MW 功率海上风机》

--2020/07/08

明阳智能 (601615)《风机大型化成效显著，持续加码海上风电》

--2020/04/22

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

事件：公司发布三季报业绩预增公告，预计今年 1-9 月份实现归母净利润为 8 亿元到 9 亿元，同比增长 56%-75%；预计实现扣非归母净利润 7.7 亿元到 8.7 亿元，同比增长 72%-94%。

延续高增态势，引领风机大型化趋势。公司业绩维持高增长态势，主要系在手订单维持高位及供应链整合能力增强，风机交付规模上升；此外，公司持有电站权益并网容量较上年同期增加，发电收入同比增长。公司对外销售容量实现 2023MW，同比增长 141%。其中陆上风电约 1682MW，同比增长 177%，海上风电约 341MW，同比增长 47%。公司供应链资源整合能力突出，零部件齐套率始终维持高位，特别是叶片的自供能力，上半年风机制造毛利率达 19.41%。公司已确立在海上风电与机组大型化领域的领先地位，据 CWEA 数据，截至 2019 年底，全国 3.0MW 及以上陆上风电机组累计装机 9545MW，公司占比 44.6%；2019 年，全国 3.0MW 及以上陆上风电机组新增装机 4890MW，公司占比 57.3%，在累计与年度新增装机上，公司均排名第一。今年上半年公司新增中标项目容量 1.9GW，其中陆上 0.9GW，占比 47.55%，海上 1GW，占比 52.45%。7 月份发布 MySE 11MW-203 机型，叶轮直径 203 米，为中国最大功率海上风机，也是全球第三大海上风机；目前公司正在进一步推进 10MW 漂浮式风电机组和 12-15MW 海上大机组的研发，进一步巩固公司在海上风电领域的技术和产品优势，为中国海上风电平价积累更深厚的技术基础。

风场滚动开发战略持续推进。截至 2020H1，公司已投产新能源电站容量达 895.6MW，在建装机容量约 1.15GW，规模显著上升。2020 年上半年，共实现发电收入 47858.64 万元，同比增长约 12%，发电板块毛利率 68.03%，同比提升 2pct。随着公司新能源电站投资与运营规模持续扩大，公司实施“滚动开发”战略，大幅缩短了资金回收期。目前公司在运营风电场遍布全国各个区域，已经形成了一个完整的成熟业务形态。

投资建议：在平价大基地及海上风电高景气的带动下，行业景气仍有望维持。近期市场有消息称，十四五能源规划加速推进，非化石能源消费占比有望提升，若属实对行业来说无疑是利好，大力发展新能源已经成为确定的事情，则风电与光伏的年均装机将明显提升，新能源的长期

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：方杰

电话：010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120002

需求有保障。基于公司的龙头地位，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 13.46、17.04 和 18.79 亿元，对应 EPS0.98、1.24 和 1.36 元/股，对应 PE15、12 和 11 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 1、政策性风险。2、风电装机低于预期。3、财务风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10493	16813	17943	19150
(+/-%)	52%	60%	7%	7%
净利润(百万元)	713	1346	1704	1879
(+/-%)	67%	89%	27%	10%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.98	1.24	1.36
市盈率(PE)	30	15	12	11

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6902	10493	16813	17943	19150	成长性					
减:营业成本	5171	8116	12988	13654	14526	营业收入增长率	30%	52%	60%	7%	7%
营业税费	77	52	83	89	95	营业利润增长率	6%	94%	86%	25%	15%
销售费用	715	895	1643	1715	1779	净利润增长率	20%	67%	89%	27%	10%
管理费用	365	419	852	858	883	EBITDA增长率	19%	71%	18%	20%	9%
财务费用	257	267	214	222	187	EBIT增长率	10%	92%	15%	22%	11%
资产减值损失	(80)	(77)	(84)	(80)	(80)	NOPLAT增长率	56%	28%	74%	24%	7%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	11%	-119%	-426%	-225%	-141%
投资和汇兑收益	63	290	261	235	211	净资产增长率	15%	45%	13%	21%	19%
营业利润	380	739	1377	1721	1971	利润率					
加:营业外净收支	6	9	7	12	13	毛利率	25%	23%	23%	24%	24%
利润总额	387	748	1384	1733	1984	营业利润率	6%	7%	8%	10%	10%
减:所得税	(36)	86	39	29	106	净利润率	6%	7%	8%	9%	10%
净利润	426	713	1346	1704	1879	EBITDA/营业收入	15%	17%	13%	14%	15%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	10%	13%	9%	11%	11%
货币资金	3313	10773	5044	10935	9585	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	223	169	108	113	107
应收帐款	5737	5050	18075	4840	18654	流动营业资本周转天数	-20	-81	-71	-84	-73
应收票据	423	3	1608	787	643	流动资产周转天数	560	587	591	543	561
预付帐款	233	1179	131	1436	450	应收帐款周转天数	257	185	248	230	221
存货	1445	2811	6515	1923	7085	存货周转天数	82	73	100	85	85
其他流动资产	512	2763	1276	1517	1852	总资产周转天数	1,081	978	839	760	754
可供出售金融资产	70	0	0	0	0	投资资本周转天数	188	53	17	-6	-16
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	404	422	422	422	422	ROE	8.6%	9.3%	16.8%	17.6%	16.2%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	1.9%	1.9%	3.1%	5.3%	3.9%
固定资产	5185	4656	5399	5829	5516	ROIC	20.4%	23.4%	-217.3%	82.2%	-70.4%
在建工程	1037	2420	1210	242	0	费用率					
无形资产	922	1097	1010	923	836	销售费用率	10.4%	8.5%	9.8%	9.6%	9.3%
其他非流动资产						管理费用率	5.3%	4.0%	5.1%	4.8%	4.6%
资产总额	22332	34696	43708	32016	48246	财务费用率	3.7%	2.5%	1.3%	1.2%	1.0%
短期债务	1285	1375	1198	26	24	三费/营业收入	19.4%	15.1%	16.1%	15.6%	14.9%
应付帐款	4570	5424	20638	5143	18588	偿债能力					
应付票据	1529	2729	6850	2090	7191	资产负债率	78.1%	79.6%	81.7%	69.7%	76.0%
其他流动负债						负债权益比	356.9%	389.2%	446.1%	229.8%	316.4%
长期借款	3106	2849	0	0	734	流动比率	1.15	1.24	1.05	1.25	1.25
其他非流动负债						速动比率	1.01	1.09	0.84	1.14	1.02
负债总额	17444	27604	35704	22309	36660	利息保障倍数	2.79	5.16	7.43	8.77	11.52
少数股东权益	436	371	371	371	371	分红指标					
股本	1104	1380	1380	1380	1380	DPS(元)	0.06	0.08	-	-	-
留存收益	3306	4907	6252	7957	9835	分红比率	18.8%	15.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4888	7092	8003	9708	11586	股息收益率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	423	661	1346	1704	1879	EPS(元)	0.30	0.51	0.98	1.24	1.36
加:折旧和摊销	358	454	554	625	642	BVPS(元)	3.17	4.79	5.53	6.77	8.13
资产减值准备	(91)	79	0	0	0	PE(X)	49	29	15	12	11
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	5	3	3	2	2
财务费用	326	260	214	222	187	P/FCF	30	3	(4)	3	(16)
投资收益	(63)	(290)	(261)	(235)	(211)	P/S	3	2	1	1	1
少数股东损益	(3)	(51)	0	0	0	EV/EBITDA	0	5	7	3	4
营运资金的变动	377	3790	(3085)	4460	(4782)	CAGR(%)	59.2%	41.6%	60.0%	59.2%	41.6%
经营活动产生现金流	276	5755	(1233)	6776	(2285)	PEG	0.8	0.7	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流	(1172)	(2143)	322	235	190	ROIC/WACC	5.3	6.0	-56.2	21.3	-18.2
融资活动产生现金流	1075	3933	(4819)	(1120)	744	REP	-	-2.2	-0.1	-0.1	-0.5

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。