

全年利润高增长，海风有望维持高景气

——明阳智能（601615）事项点评报告

买入（维持）

日期：2021年01月28日

事件：

公司于1月27日发布2020年年度业绩预增公告，预计2020年度实现归母净利润11.80亿元至13.80亿元，同比增加65.60%到93.67%；公司扣非净利润预计达10.90亿元至12.70亿元，同比增加71.93%至100.32%。

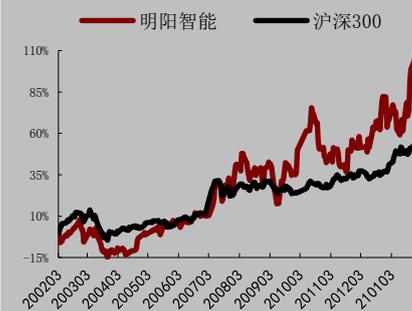
投资要点：

- **风电新增装机量激增，公司利润高增长：**20年我国风电新增装机71.67GW，同增278%。Q4装机创单季历史新高，达57.75GW，为去年全年的2.24倍。今年风电景气度高涨，公司在手订单和交付规模不断扩大，前三季度公司在手订单达14.15GW，同增12.60%，全年出货量预计在5-6GW，同增超过100%，出货量高增下，公司全年业绩实现高增长。
- **公司控本能力出众，预计明年毛利率保持稳定：**2020前三季度公司风机毛利率为19.34%，由于叶片自产，公司毛利率领先行业。目前平价项目陆上风机价格3200元/kW，21年陆上补贴退出后，预计招标价格仍有下行空间。但我们认为，公司明年毛利率不会大幅下滑，第一点，公司海上风机占比提高，21年有望达到40%以上，海上风机毛利率较陆上要高出至少5个百分点；第二点，公司将一部分降本压力传导至上游，预计零部件仍有至少10%的降本空间，此外公司通过减少生产人员，仍可压缩人工成本，因此，我们认为公司毛利率可以稳定在19%左右。
- **海上漂浮式技术领先，海外订单有望破局：**公司漂浮式风机在业内领先，今年拟在揭阳建设的300MW漂浮式海上风电项目预计22年并网，项目采用6.45MW风机，度电成本有望降至0.45元，达到发电侧平价。公司近期斩获Renexia订单，项目拟采购10台明阳3MW海上风机，建成后将成为意大利首座海上风电场，这是公司同时也是中国风电企业首次获得欧洲银行无追索项目融资，公司有望凭借此次机会打开国际市场，与国际整机龙头同场竞技，实现海外业务突破。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司20-22年营业收入分别为208.6/303.95/360.96亿元，归母净利润分别为13.56/19.33/23.6亿元，对应EPS分别为0.97/1.38/1.68元/股，基于公司在海上风电行业的龙头地位，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；公司后续订单量不及预期。

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) | 1,875.38 |
| 流通A股(百万股) | 983.14 |
| 收盘价(元) | 23.68 |
| 总市值(亿元) | 444.09 |
| 流通A股市值(亿元) | 232.81 |

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：2021年01月27日

相关研究

- 万联证券研究所 20201030_公司季报点评_AAA_明阳智能(601615)季报点评报告
- 万联证券研究所 20200710_公司半年报点评_AAA_明阳智能(601615)半年报点评报告
- 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

分析师：江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一

电话：01056508507

邮箱：haozy@wlzq.com.cn

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,493 | 20,860 | 30,395 | 36,096 |
| 增长比率(%) | 52.0% | 98.8% | 45.7% | 18.8% |
| 净利润(百万元) | 713 | 1,356 | 1,933 | 2,360 |
| 增长比率(%) | 67.3% | 90.3% | 42.6% | 22.1% |
| 每股收益(元) | 0.51 | 0.97 | 1.38 | 1.68 |
| 市盈率(倍) | 31.7 | 16.6 | 11.7 | 9.6 |

资料来源：wind，万联证券研究所

| | 单位: 百万元 | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 22,580 | 43,047 | 56,484 | 64,851 |
| 货币资金 | 10,773 | 18,922 | 23,422 | 26,500 |
| 应收票据及应收账款 | 4,754 | 13,566 | 18,814 | 21,722 |
| 其他应收款 | 298 | 663 | 954 | 1,120 |
| 预付账款 | 1,179 | 1,533 | 2,484 | 3,060 |
| 存货 | 2,811 | 5,599 | 8,048 | 9,686 |
| 其他流动资产 | 2,763 | 2,763 | 2,763 | 2,763 |
| 非流动资产 | 12,116 | 16,058 | 20,576 | 26,118 |
| 长期股权投资 | 422 | 442 | 457 | 467 |
| 固定资产 | 4,656 | 7,141 | 10,208 | 14,191 |
| 在建工程 | 2,420 | 3,162 | 3,873 | 4,706 |
| 无形资产 | 1,028 | 1,321 | 1,681 | 2,087 |
| 其他长期资产 | 3,590 | 3,992 | 4,357 | 4,667 |
| 资产总计 | 34,696 | 59,105 | 77,061 | 90,969 |
| 流动负债 | 18,162 | 32,346 | 46,041 | 54,548 |
| 短期借款 | 1,375 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 应付票据及应付账款 | 7,534 | 17,830 | 24,993 | 29,632 |
| 预收账款 | 6,859 | 9,118 | 14,633 | 17,881 |
| 其他流动负债 | 2,395 | 3,898 | 4,914 | 5,536 |
| 非流动负债 | 9,441 | 10,941 | 11,341 | 12,041 |
| 长期借款 | 2,849 | 2,649 | 2,549 | 2,749 |
| 应付债券 | 1,805 | 3,505 | 4,005 | 4,505 |
| 其他非流动负债 | 4,787 | 4,787 | 4,787 | 4,787 |
| 负债合计 | 27,604 | 43,287 | 57,382 | 66,590 |
| 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 | 4,261 | 8,131 | 12,844 |
| 归属母公司股东权益 | 6,721 | 15,454 | 19,323 | 24,036 |
| 少数股东权益 | 371 | 365 | 355 | 343 |
| 负债和股东权益 | 34,696 | 59,105 | 77,061 | 90,969 |

| | 单位: 百万元 | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 5,755 | 3,760 | 7,461 | 6,344 |
| 净利润 | 661 | 1,349 | 1,923 | 2,348 |
| 折旧摊销 | 454 | 414 | 439 | 443 |
| 营运资金变动 | 4,615 | 1,739 | 4,759 | 3,218 |
| 其它 | 25 | 257 | 340 | 335 |
| 投资活动现金流 | -2,143 | -2,534 | -2,786 | -3,351 |
| 资本支出 | -2,320 | -2,394 | -2,700 | -3,370 |
| 投资变动 | 343 | -380 | -325 | -270 |
| 其他 | -166 | 240 | 238 | 289 |
| 筹资活动现金流 | 3,933 | 6,923 | -174 | 85 |
| 银行借款 | 1,812 | -75 | -100 | 200 |
| 债券融资 | 0 | 1,700 | 500 | 500 |
| 股权融资 | 1,270 | 414 | 0 | 0 |
| 其他 | 851 | 4,883 | -574 | -615 |
| 现金净增加额 | 7,548 | 8,149 | 4,501 | 3,077 |
| 期初现金余额 | 2,708 | 10,773 | 18,922 | 23,422 |
| 期末现金余额 | 10,256 | 18,922 | 23,422 | 26,500 |

| | 单位: 百万元 | | | |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 10,493 | 20,860 | 30,395 | 36,096 |
| 营业成本 | 8,116 | 16,473 | 24,240 | 28,740 |
| 营业税金及附加 | 52 | 161 | 224 | 256 |
| 销售费用 | 895 | 1,627 | 2,158 | 2,563 |
| 管理费用 | 419 | 626 | 1,033 | 1,227 |
| 研发费用 | 298 | 521 | 669 | 794 |
| 财务费用 | 267 | 322 | 326 | 338 |
| 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 | 250 | 243 | 289 |
| 资产处置收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 739 | 1,506 | 2,150 | 2,626 |
| 营业外收入 | 18 | 20 | 22 | 25 |
| 营业外支出 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 利润总额 | 748 | 1,516 | 2,161 | 2,639 |
| 所得税 | 86 | 167 | 238 | 290 |
| 净利润 | 661 | 1,349 | 1,923 | 2,348 |
| 少数股东损益 | -51 | -7 | -10 | -12 |
| 归属母公司净利润 | 713 | 1,356 | 1,933 | 2,360 |
| EBITDA | 1,168 | 1,865 | 2,510 | 2,959 |
| EPS (元) | 0.51 | 0.97 | 1.38 | 1.68 |

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 52.0% | 98.8% | 45.7% | 18.8% |
| 营业利润 | 94.2% | 103.8% | 42.8% | 22.1% |
| 归属于母公司净利润 | 67.3% | 90.3% | 42.6% | 22.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 22.7% | 21.0% | 20.3% | 20.4% |
| 净利率 | 6.3% | 6.5% | 6.3% | 6.5% |
| ROE | 10.6% | 8.8% | 10.0% | 9.8% |
| ROIC | 4.6% | 5.4% | 6.5% | 6.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 79.6% | 73.2% | 74.5% | 73.2% |
| 净负债比率 | -58.3% | -67.4% | -75.0% | -70.3% |
| 流动比率 | 1.24 | 1.33 | 1.23 | 1.19 |
| 速动比率 | 0.95 | 1.07 | 0.97 | 0.93 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.30 | 0.35 | 0.39 | 0.40 |
| 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 | 0.97 | 1.38 | 1.68 |
| 每股经营现金流 | 4.10 | 2.68 | 5.31 | 4.52 |
| 每股净资产 | 4.79 | 11.00 | 13.76 | 17.12 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 31.67 | 16.64 | 11.67 | 9.56 |
| P/B | 3.36 | 1.46 | 1.17 | 0.94 |
| EV/EBITDA | 15.45 | 9.74 | 5.60 | 3.95 |

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