

明阳智能 (601615)

风机业务量利齐升，海风业务有望延续高增

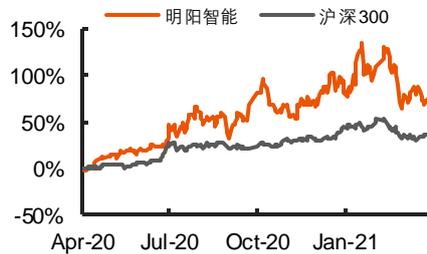
推荐 (维持)

现价: 17.20 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.mywind.com.cn
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)/10.14%
实际控制人	吴玲、张传卫、张瑞
总股本(百万股)	1,951
流通 A 股(百万股)	1,059
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	335.56
流通 A 股市值(亿元)	182.09
每股净资产(元)	7.45
资产负债率(%)	70.8

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
pixiu809@pingan.com.cn

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
zhudong615@pingan.com.cn

王霖 投资咨询资格编号
S1060520120002
wanglin272@pingan.com.cn

研究助理

王子越 一般从业资格编号
S1060120090038
wangziyue395@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司发布2020年报, 实现营收224.6亿元, 同比增长114.02%, 归母净利润13.74亿元, 同比增长92.83%, 扣非后净利润14.0亿元, 同比增长120.82%, EPS 0.70元; 拟每10股派发现金红利1.1元(含税); 公司业绩符合市场预期。

平安观点:

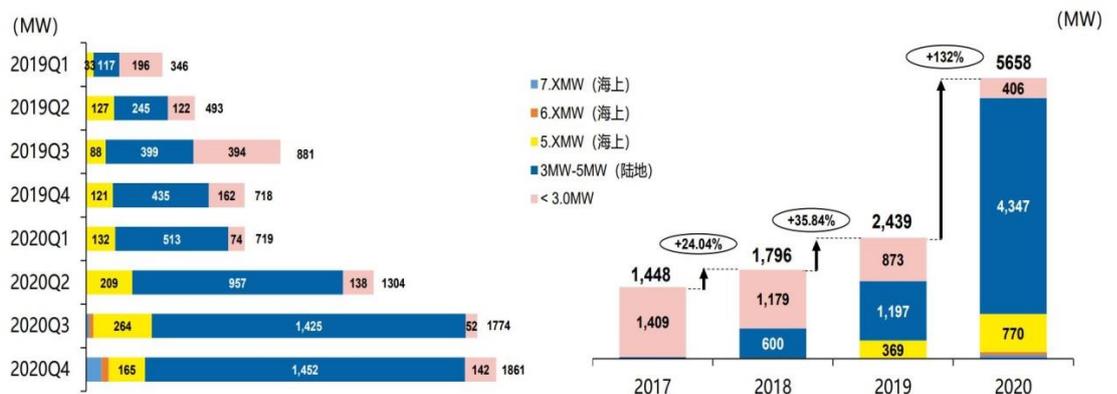
- **业绩符合预期, 风机业务量利齐升推动业绩高增。**2020年, 公司在投资收益减少(同比减少2.7亿元)、营业外支出增加(同比增加约1亿元, 主要为对外捐赠和罚款)、信用减值增加(同比增加约0.7亿元)的情况下, 依然实现归母净利润同比增长92.83%, 反映了主营业务的强劲。2020年, 公司业绩的大幅增长主要得益于风机业务量利齐升, 全年风机销量5.66GW, 同比增长105.51%, 风机及配件销售收入209.5亿元, 同比126.76%, 在新的会计准则下将运费纳入成本后, 公司2020年风机及配件业务毛利率16.89%, 剔除运费会计处理方式变化的影响, 公司2020年风机相关业务毛利率同比略有上升; 此外, 风电运营业务受益于新能源装机规模的提升, 收入规模较快增长, 也贡献了一定的业绩增量。整体看, 公司业绩符合我们和市场预期。
- **在手订单5.88GW, 2021年迎海上风机业务放量。**2020年公司5MW及以上单机容量的海上风机销量905MW, 同比增长145.6%, 实现收入50.04亿元, 同比增长132.39%, 对应的单瓦收入5.53元, 同比下降约5%; 毛利率17.64%, 同比下降2.6个百分点, 可能主要受运费计入成本影响。2020年公司新增海上风机订单约1.3GW, 截至2020年底在手海上风机订单5.88GW; 考虑2021年是海上风电的抢装年, 估计2021年公司海上风机出货量将大幅增长。
- **陆上大风机量利齐升, 势头向好。**2020年, 公司陆上风机交付规模约4.75GW, 同比增长137.89%, 其中单机容量3-5MW的大风机出货量4.35GW, 容量占比约92%, 同比大幅提升。2020年公司3MW及以上单

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,493	22,457	30,919	27,878	31,140
YoY(%)	52.0	114.0	37.7	-9.8	11.7
净利润(百万元)	713	1,374	2,571	2,572	3,314
YoY(%)	67.3	92.8	87.1	0.0	28.9
毛利率(%)	22.7	18.6	19.9	21.1	22.1
净利率(%)	6.8	6.1	8.3	9.2	10.6
ROE(%)	9.3	8.6	13.8	12.2	13.7
EPS(摊薄/元)	0.37	0.70	1.32	1.32	1.70
P/E(倍)	47.1	24.4	13.1	13.0	10.1
P/B(倍)	5.3	2.3	1.9	1.7	1.4

机容量的陆上风机单瓦收入约 3.22 元，同比下降约 2%，毛利率 16.31%，同比约 1.47 个百分点，但如果剔除运费计入成本的影响，2020 年公司 3MW 及以上容量陆上机组的毛利率同比应有所提升。2020 年公司新增陆上订单约 3GW，截至 2020 年底在手陆上风机订单约 8.25GW，估计 2021 年的交付量仍具有较好保障。

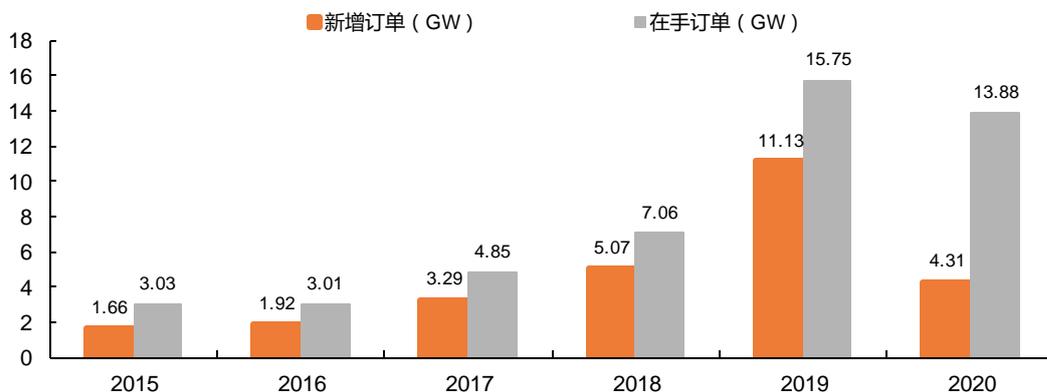
- 新能源运营装机规模持续增长，新模式逐步显现。**2020 年公司新能源运营业务收入 9.9 亿元，同比增长 31.27%，毛利率 61.73%，同比小幅下滑 2.74 个百分点。截至 2020 年底，公司新能源并网装机容量 1.08GW，同比上升 46.16%，在建装机容量约 2.65GW，同比上升 166.29%。考虑并网容量和在建容量的大幅增长，预计未来新能源运营业务收入规模有望持续较快增长。2020 年公司共出售 4 个风电场，合计容量 198MW，未来有望延续边建设、边出售的“滚动开发”模式。2020 年 11 月，内蒙通辽“风光火储制研”一体化示范项目开工建设，该示范项目由公司主导投资开发，将新建 170 万千瓦风电、30 万千瓦光伏，同步配套建设 32 万千瓦/96 万千瓦时储能，公司有望从传统的新能源运营商向风光储网清洁能源系统提供商转型。
- 投资建议。**考虑在手订单规模高企以及未来的交付规模可能好于预期，上调公司盈利预测，预计 2021-2022 年归母净利润 25.71、25.72 亿元（原预测值 23.37、23.39 亿元），对应 EPS 1.32、1.32 元，动态 PE 13.1、13.0 倍。公司风机业务具有较强的竞争力，新能源运营业务有望持续扩张，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示。**（1）海上风电需求受政策等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）2021 年抢装之后国内海上风电迎来平价过渡期，届时公司海上风机产品毛利率可能承压。（3）国内海上风机竞争加剧和公司市占份额下降的风险。

图表 1 公司近年及各季度的风机交付情况



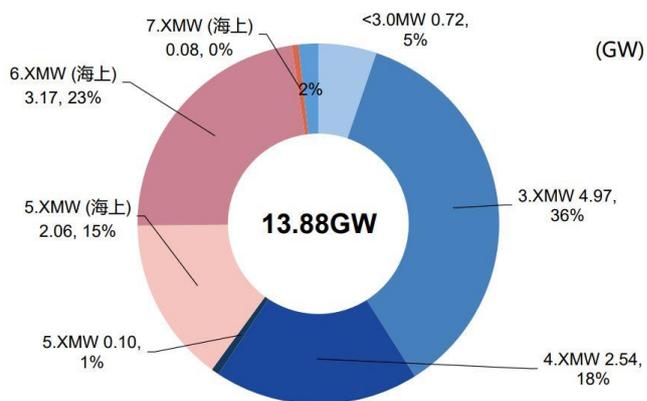
资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表2 公司近年新增风机订单以及年末在手风机订单规模



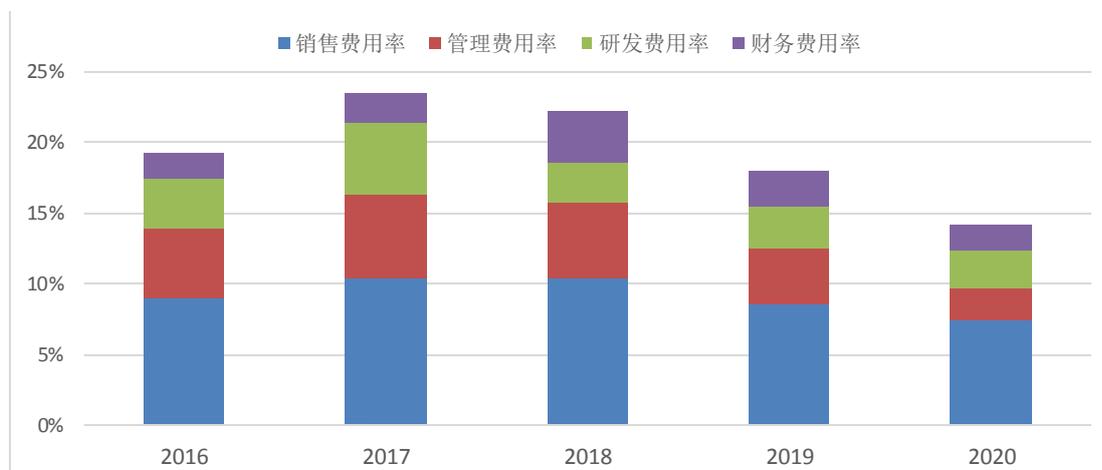
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表3 截至 2020 年底公司在手风机订单结构



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表4 近年公司综合费用率持续较快下降



资料来源:WIND, 平安证券研究所

注: 2020 年销售费用率是将纳入成本的运费费用折算到销售费用后的计算结果

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	33125	30592	30050	31334
现金	16333	16467	14164	14502
应收票据及应收账款	3714	4874	5848	6129
其他应收款	567	317	303	476
预付账款	862	1199	1335	1496
存货	8472	4557	5223	5553
其他流动资产	3177	3177	3177	3177
非流动资产	18503	20658	22659	24506
长期投资	539	675	812	948
固定资产	6962	9865	11889	13659
无形资产	1287	1300	1335	1376
其他非流动资产	9716	8818	8623	8523
资产总计	51628	51250	52709	55839
流动负债	27045	23849	23565	24321
短期借款	149	0	0	0
应付票据及应付账款	13053	11703	10302	11740
其他流动负债	13843	12146	13263	12582
非流动负债	9498	9023	8447	7771
长期借款	4380	3904	3328	2652
其他非流动负债	5119	5119	5119	5119
负债合计	36543	32872	32011	32092
少数股东权益	322	284	246	197
股本	1875	1951	1951	1951
资本公积	9776	10667	10667	10667
留存收益	2969	5122	7275	10050
归属母公司股东权益	14762	18094	20451	23550
负债和股东权益	51628	51250	52709	55839

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3631	3622	1286	3998
净利润	1304	2533	2534	3265
折旧摊销	587	638	832	1004
财务费用	386	329	245	198
投资损失	-16	-20	-180	-180
营运资金变动	1020	142	-2145	-289
其他经营现金流	350	0	0	0
投资活动现金流	-3763	-2773	-2653	-2671
资本支出	3306	2018	1865	1710
长期投资	9	-137	-137	-137
其他投资现金流	-448	-891	-925	-1097
筹资活动现金流	5169	-715	-936	-989
短期借款	-1226	-149	0	0
长期借款	-274	-476	-576	-676
普通股增加	496	76	0	0
资本公积增加	6193	891	0	0
其他筹资现金流	-19	-1057	-360	-313
现金净增加额	5037	134	-2303	339

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22457	30919	27878	31140
营业成本	18287	24756	22006	24246
营业税金及附加	105	144	130	145
营业费用	975	1237	1171	1308
管理费用	509	618	613	654
研发费用	601	804	808	810
财务费用	386	329	245	198
资产减值损失	66	186	167	187
其他收益	95	95	95	95
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	20	180	180
资产处置收益	11	0	0	0
营业利润	1579	2960	3012	3867
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	113	60	60	60
利润总额	1477	2911	2963	3819
所得税	173	378	430	554
净利润	1304	2533	2534	3265
少数股东损益	-70	-38	-38	-49
归属母公司净利润	1374	2571	2572	3314
EBITDA	1872	3198	3455	4491
EPS(元)	0.70	1.32	1.32	1.70

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	114.0	37.7	-9.8	11.7
营业利润(%)	113.7	87.4	1.8	28.4
归属于母公司净利润(%)	92.8	87.1	0.0	28.9
获利能力				
毛利率(%)	18.6	19.9	21.1	22.1
净利率(%)	6.1	8.3	9.2	10.6
ROE(%)	8.6	13.8	12.2	13.7
ROIC(%)	4.6	8.3	7.8	9.5
偿债能力				
资产负债率(%)	70.8	64.1	60.7	57.5
净负债比率(%)	-42.7	-42.0	-28.5	-28.7
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6
应收账款周转率	5.3	7.2	5.2	5.2
应付账款周转率	1.8	2.0	2.0	2.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.70	1.32	1.32	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	3.38	1.86	0.66	2.05
每股净资产(最新摊薄)	7.45	9.16	10.37	11.96
估值比率				
P/E	24.4	13.1	13.0	10.1
P/B	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	14.7	8.2	8.1	6.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033