

风电抢装助力业绩腾飞, 技术创新引领行业前行

投资要点

- 业绩总结:** 公司2020年全年实现营业收入224.57亿元, 同比增长114.02%; 实现归母净利润13.74亿元, 同比增长92.83%; 实现扣非归母净利润14亿元, 同比增长120.82%, EPS 0.95元, 业绩总体略超预期。
- 大风机战略奠定先发优势, 风电抢装潮头高歌猛进。** 2020年风机制造销售收入为209.47亿元, 同比增长126.76%; 对外销售容量实现5.66GW, 同比增长132.04%, 其中陆上风电约4.75GW, 同比增长137.89%, 海上风电约0.91GW, 同比增长105.51%。2020年公司新增风机订单规模4.31GW, 其中陆上和海上风电订单规模分别为3.04GW和1.27GW。截至2020年底, 公司在手订单总规模为13.88GW, 其中陆上和海上风电在手订单分别为8.25GW和5.63GW。公司在手订单中单机功率3MW及以上机组订单达94.79%, 4MW及以上机组订单达58.97%, 5MW及以上机组订单达40.68%, 机组大型率位居国内第一。2020年海上风电出货规模905MW, 占全国海上风电新增并网装机规模的29.5%, 同比上升7.3个百分点。2021年海上风电抢装潮还将延续, 海上风机订单有望持续高增长。
- 坚持“滚动开发”战略, 发电板块业绩贡献稳步提升。** 2020年公司共实现发电收入9.9亿元, 同比增长31.27%; 毛利率为61.73%, 同比略有下降。同期公司实现发电量20.44亿度, 同比增加28.34%。截止报告期末, 公司已投资的新能源电站已并网装机容量约1.08GW, 同比上升46.16%; 在建装机容量约2.65GW, 同比上升166.29%。随着公司新能源电站投资与运营规模的持续扩大, 公司实施了“滚动开发”战略, 大幅缩短了资金的回收周期。报告期内公司共完成4个项目的出让, 对应容量198MW。
- 盈利预测与投资建议。** 公司风机制造业务将继续保持高速增长, 公司在海上风电的技术实力突出, 未来海上风电将成为我国新能源的主要增量之一, 公司业绩将长期向好, 我们给予公司2021年20倍PE, 目标价22.00元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 陆上风电价格进一步下跌; 上游零部件涨价; 2022年海上风电订单需求下降明显的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22456.99	26700.00	29000.00	32000.00
增长率	114.02%	18.89%	8.61%	10.34%
归属母公司净利润(百万元)	1374.07	2162.92	2111.47	2184.89
增长率	92.84%	57.41%	-2.38%	3.48%
每股收益EPS(元)	0.70	1.11	1.08	1.12
净资产收益率ROE	8.65%	12.89%	11.44%	10.80%
PE	24	16	16	15
PB	2.27	2.04	1.85	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.51
流通A股(亿股)	10.59
52周内股价区间(元)	9.88-23.68
总市值(亿元)	335.56
总资产(亿元)	516.28
每股净资产(元)	7.75

相关研究

1 风机制造与发电业务齐头并进，公司业绩持续高增长

公司前身为明阳风电产业集团，成立于 2006 年，并于 2010 年在纽交所上市，2016 年退市。2017 年公司更名为明阳智慧能源集团股份有限公司(简称“明阳智能”)，并于 2019 年 1 月在上交所 A 股上市。公司是全球顶级的风机制造商和清洁能源整体解决方案提供商，致力于能源的绿色、普惠和智慧化，业务涵盖风能、太阳能产业，已发展成为国内领先、全球具有重要影响力的智慧能源企业集团。集团在全球布局了“一总部，五中心”的研发创新平台，建有博士后科研工作站、国家级企业技术中心、国家地方联合工程实验室。公司建立了国内“五大”(华能、中国大唐、国电、华电和国电投)电力公司以及民营电力集团为主导的稳固市场客户群，投运遍布全国 200 多个风力发电场项目，产品远销至保加利亚、印度、罗马尼亚、巴基斯坦、南非等全球各地。

图 1：公司发展大事记



数据来源：Wind，西南证券整理

创新研发能力业内领先，打造技术优势护城河。公司掌握了海上风电装备制造技术，截至 2020 年底，公司累计参与制定国际国内标准共计 165 项，其中国际标准 4 项，国内标准 154 项；累计有效发明专利 199 项，报告期内申请 94 项；累计有效实用新型专利 701 项。

2020 年，公司发布了 MySE11MW-203 半直驱海上风机和 MySE6.25-173 陆上半直驱新机型。其中，11MW 机型，叶轮直径 203 米，采用 99 米长碳纤维混合叶片，成为当前中国最大的海上风机。MySE6.25-173 陆上半直驱新机型，机型重量仅有 170 吨，适用于三北、东北等高速区域，尤其适应大基地平价项目，不仅节省土地空间，拓展风场容量，同时兼具环境友好性及电网友好性的特点。大风机有助于提高风电场整体的经济效益，对于推动风电“平价”普及有较强的现实意义。公司通过不断的创新和研发投入，推动风电行业向大兆瓦时代迈进。

图 2：明阳智能风电整机制造产品线

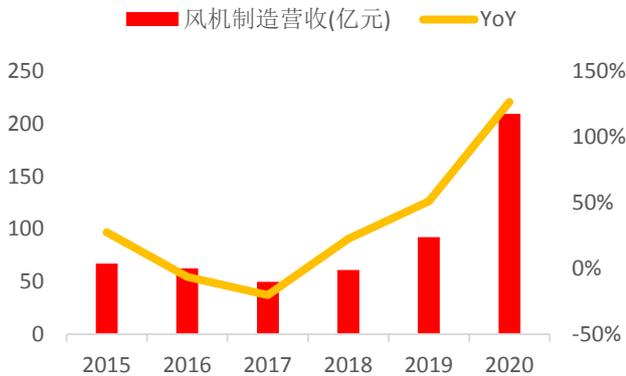


数据来源：公司公告，西南证券整理

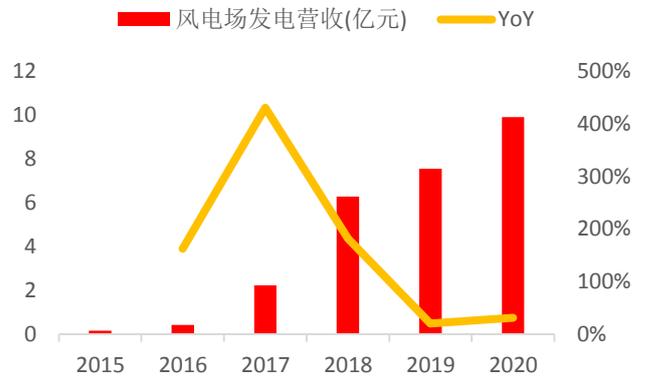
公司 2020 年业绩的持续高速增长来自于风电机组制造销售收入和风电场发电业务的双轮驱动：公司凭借大风机品牌效应和抗台风技术优势在风电竞标中表现优异，叠加风电行业国补退坡带来的抢装行情，2020 年公司主营风电机组制造板块业务实现爆发式增长。2020 年风机制造业务实现营收 209.47 亿元，同比增长 126.76%，毛利率为 16.89%，较上一年下降 2.33 个百分点，但这主要是由于风机运费计入风机成本所致，如果不计入则风机制造板块毛利率仍然稳中有升。

同样受益于风电抢装潮，报告期内公司风电场发电业务增长提速。风电场板块和风机制造相比虽然营收占比较小，但属于毛利率较高的业务，因此对于公司整体业绩的贡献不容忽视。风电场发电业务营收达 9.9 亿元，同比增长 31.27%，毛利率高达 61.73%。

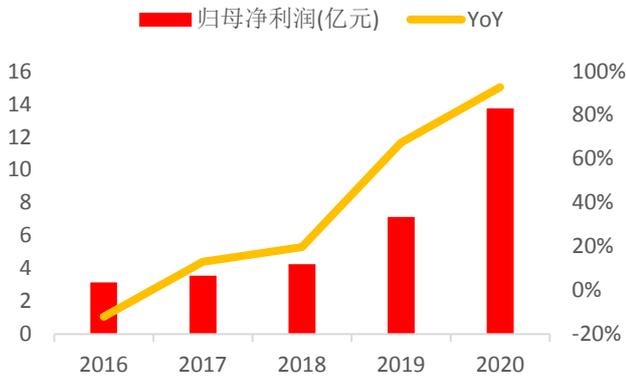
两项主营业务的快速增长均受益于国家风电补贴政策调整带来的风电抢装行情：自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴；对于海上风电项目，在 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的存量海上风电项目，按相应价格政策纳入中央财政补贴范围，但新增项目不再纳入补贴范围。这意味着海上风电项目在 21 年会有最后一波抢装行情，可为公司今年的业绩增长提供后续的支持。

图 3: 风机制造板块历年营收


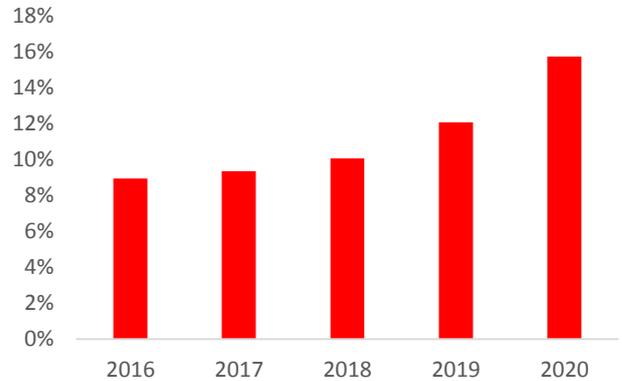
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 风电场发电板块历年营收


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司归母净利润历年变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司历年 ROE 变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司风机制造业务继续保持增长, 2021 年销售 6GW, 2022 年销售 7GW, 2023 年销售 8GW, 毛利率 2021 年略有增长, 随后两年略有下滑;

假设 2: 风场业务循环开发模式, 2021 年、2022 年发电收入增速保持 20% 以上增速。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
风机	收入	20947.39	25000	27000	30000
	增速	126.8%	19.3%	8.0%	11.1%
	毛利率	16.9%	18.0%	16.5%	16.0%
风场	收入	990.06	1200	1500	1500
	增速	31.3%	21.2%	25.0%	0.0%
	毛利率	61.7%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	22457.0	26700.0	29000.0	32000.0
	增速	114.0%	18.9%	8.6%	10.3%
	毛利率	18.6%	19.7%	18.2%	18.0%

数据来源: Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取风电行业的四家公司, 2020 年四家公司平均 PE 为 27 倍, 2021 年平均 PE 为 19 倍。公司海上风电风机制造将继续保持高速增长, 同时公司陆上风电逐步进行技术改进, 进一步提升公司的风机盈利能力。考虑公司海上风电风机龙头地位, 及未来公司在海上风电良好的市场发展, 我们给予公司 2021 年 20 倍 PE, 目标价 22.00 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002202.SZ	金风科技	14.05	0.51	0.67	0.88	27.44	20.87	15.93
300772.SZ	运达股份	14.65	0.40	0.49	1.00	36.63	30.06	14.64
603063.SH	禾望电气	15.12	0.16	0.68	0.86	94.50	22.29	17.49
603218.SH	日月股份	35.18	0.97	1.02	1.34	36.27	34.46	26.25
平均值						48.71	26.92	18.58

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 风险提示

- 1) 陆上风电价格进一步下跌的风险;
- 2) 上游零部件涨价的风险;
- 3) 2022 年海上风电订单需求下降明显的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22456.99	26700.00	29000.00	32000.00	净利润	1304.32	2162.92	2111.47	2184.89
营业成本	18287.13	21430.00	23595.00	26250.00	折旧与摊销	587.07	816.97	961.24	991.24
营业税金及附加	104.74	156.00	153.77	172.04	财务费用	385.58	835.53	866.79	916.27
销售费用	974.65	1158.80	1258.62	1388.82	资产减值损失	-66.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	509.02	605.20	657.33	725.33	经营营运资本变动	3969.67	-4557.72	-5.97	233.68
财务费用	385.58	835.53	866.79	916.27	其他	-2549.66	14.23	-12.23	3.74
资产减值损失	-66.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3630.75	-728.07	3921.30	4329.82
投资收益	16.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4104.74	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	341.51	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3763.22	-500.00	-500.00	-500.00
营业利润	1578.98	2514.47	2468.48	2547.53	短期借款	-1225.64	-149.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-101.88	-65.02	-77.31	-73.21	长期借款	749.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	1477.10	2449.45	2391.18	2474.32	股权融资	6688.73	75.55	0.00	0.00
所得税	172.78	286.52	279.71	289.43	支付股利	-107.62	-274.81	-432.58	-422.29
净利润	1304.32	2162.92	2111.47	2184.89	其他	-936.03	-2596.38	-866.79	-916.27
少数股东损益	-69.76	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	5169.36	-2944.64	-1299.37	-1338.57
归属母公司股东净利润	1374.07	2162.92	2111.47	2184.89	现金流量净额	5036.58	-4172.71	2121.92	2491.25
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16332.87	12160.16	14282.09	16773.34	成长能力				
应收和预付款项	5142.79	6876.89	7211.64	8066.86	销售收入增长率	114.02%	18.89%	8.61%	10.34%
存货	8472.13	9913.95	10929.19	12155.46	营业利润增长率	113.72%	59.25%	-1.83%	3.20%
其他流动资产	3177.45	1562.53	1697.13	1872.70	净利润增长率	97.22%	65.83%	-2.38%	3.48%
长期股权投资	538.62	538.62	538.62	538.62	EBITDA 增长率	74.80%	63.31%	3.11%	3.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10770.65	10622.23	10329.53	10006.83	毛利率	18.57%	19.74%	18.64%	17.97%
无形资产和开发支出	1365.95	1214.66	1063.37	912.09	三费率	8.32%	9.74%	9.60%	9.47%
其他非流动资产	5827.39	5810.13	5792.88	5775.62	净利率	5.81%	8.10%	7.28%	6.83%
资产总计	51627.84	48699.17	51844.44	56101.52	ROE	8.65%	12.89%	11.44%	10.80%
短期借款	149.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.53%	4.44%	4.07%	3.89%
应付和预收款项	13679.19	19098.55	20229.78	22313.25	ROIC	412.18%	93.50%	54.54%	60.01%
长期借款	3598.42	3598.42	3598.42	3598.42	EBITDA/销售收入	11.36%	15.61%	14.82%	13.92%
其他负债	19116.74	9217.54	9552.70	9963.71	营运能力				
负债合计	36543.35	31914.52	33380.90	35875.39	总资产周转率	0.52	0.53	0.58	0.59
股本	1875.38	1950.93	1950.93	1950.93	固定资产周转率	3.87	3.04	2.77	3.15
资本公积	9775.84	9775.84	9775.84	9775.84	应收账款周转率	5.31	6.57	6.30	6.34
留存收益	2969.37	4857.48	6536.36	8298.95	存货周转率	3.23	2.33	2.26	2.27
归属母公司股东权益	14762.20	16462.36	18141.24	19903.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	164.19%	—	—	—
少数股东权益	322.30	322.30	322.30	322.30	资本结构				
股东权益合计	15084.50	16784.66	18463.54	20226.13	资产负债率	70.78%	65.53%	64.39%	63.95%
负债和股东权益合计	51627.84	48699.17	51844.44	56101.52	带息债务/总负债	12.39%	13.72%	13.12%	12.21%
					流动比率	1.22	1.36	1.43	1.47
					速动比率	0.91	0.92	0.97	1.01
					股利支付率	7.83%	12.71%	20.49%	19.33%
					每股指标				
					每股收益	0.70	1.11	1.08	1.12
					每股净资产	7.57	8.44	9.30	10.20
					每股经营现金	1.86	-0.37	2.01	2.22
					每股股利	0.06	0.14	0.22	0.22
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2551.63	4166.97	4296.52	4455.05					
PE	24.42	15.51	15.89	15.36					
PB	2.27	2.04	1.85	1.69					
PS	1.49	1.26	1.16	1.05					
EV/EBITDA	6.39	4.83	4.19	3.48					
股息率	0.32%	0.82%	1.29%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn