

坚定大型化战略，海风市占率稳步提升

——明阳智能（601615）点评报告

买入(维持)

2021年04月12日

报告关键要素：

公司发布20年年度报告，全年实现营业收入224.6亿元，同比+114%；归母净利润13.74亿元，同比+92.84%；综合毛利率18.57%，同比-4.1pct，主要系运输费用从销售费用调整至营业成本中所致。

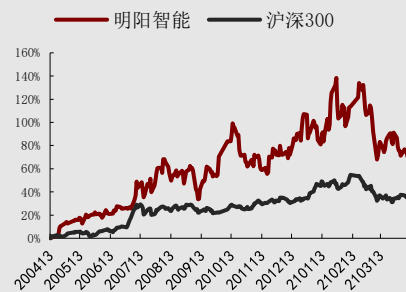
投资要点：

- **风机销量翻倍拉动营收增长，机组大型率位列第一：**20年公司风机对外销量达5.7GW，同比+132%，其中陆上风机4.75GW，同比+138%，海上风机0.91GW，同比+106%。3MW以上陆上风机占陆上总销量91.5%，同比+42.4pct，6MW与7MW海上风机实现销量136MW，占海上风机销量15%，公司机组大型率全国第一。风机销量的激增带动公司营收上涨，20年公司风机板块实现营收209.5亿元，同比+126.8%。
- **海风市占率稳步提升，量价齐升增厚利润：**尽管20年公司风机在国内市占率约10%，同比-6%，但海风市占率大幅上升至29.5%，同比+7.3pct。预计21年国内海风抢装潮将带来5-6GW新增装机，截至20年末公司海风新增订单1.3GW，在手订单量5.7GW，海风占总在手订单的41%。预计21年公司在国内的海风市占率将进一步提高，海风实现量价齐升，海风利润率进一步提高，增厚公司利润。
- **海外业务为利润新增长点，风光储一体化项目顺利开工：**20年公司海外订单实现高增长约380MW，其中越南陆、海风350MW，意大利海风30MW。公司预计今年将对巴西2GW的风电项目进行开发，海外业务取得重大突破。受益于海外订单较高单价，海外业务未来将成为公司利润新增长点。去年11月公司在通过的全国最大的风光储一体化项目顺利开工，其中风电1.7GW、光伏300MW、储能960MWh。该项目聚焦电网调峰大规模储能示范应用和风电无补贴上网及储能补偿机制的尝试，为公司成为风光储系统提供商转型提供试验基础。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司21-23年营业收入分别为271.96/303.22/357.12亿元，归母净利润分别为20.08/27.85/40.02亿元，对应EPS分别为1.03/1.43/2.05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

总股本(百万股)	1,950.93
流通A股(百万股)	1,058.69
收盘价(元)	16.90
总市值(亿元)	329.71
流通A股市值(亿元)	178.92

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20210128-公司事项点评-AAA-明阳智能2020年度业绩预告点评报告
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

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

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22456.99	27195.55	30322.27	35712.11
增长率(%)	114	21	11	18
净利润(百万元)	1374.07	2008.23	2785.12	4001.98
增长率(%)	93	46	39	44
每股收益(元)	0.70	1.03	1.43	2.05
市盈率(倍)	26.95	16.42	11.84	8.24
市净率(倍)	2.51	1.66	1.23	0.92

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22457	27196	30322	35712
%同比增速	114%	21%	11%	18%
营业成本	18287	22145	24177	27874
毛利	4170	5051	6145	7839
%营业收入	19%	19%	20%	22%
税金及附加	105	159	161	192
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	975	1088	1183	1321
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	509	707	758	857
%营业收入	2%	3%	3%	2%
研发费用	601	680	697	786
%营业收入	3%	3%	2%	2%
财务费用	386	326	390	365
%营业收入	2%	1%	1%	1%
资产减值损失	-66	-19	-20	-22
信用减值损失	-71	0	0	0
其他收益	95	82	91	107
投资收益	16	27	30	36
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	11	0	0	0
营业利润	1579	2181	3057	4439
%营业收入	7%	8%	10%	12%
营业外收支	-102	10	11	13
利润总额	1477	2191	3068	4452
%营业收入	7%	8%	10%	12%
所得税费用	173	241	337	490
净利润	1304	1950	2731	3962
%营业收入	6%	7%	9%	11%
归属于母公司的净利润	1374	2008	2785	4002
%同比增速	93%	46%	39%	44%
少数股东损益	-70	-58	-55	-40
EPS（元/股）	0.70	1.03	1.43	2.05

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.70	1.03	1.43	2.05
BVPS	7.57	10.20	13.69	18.42
PE	26.95	16.42	11.84	8.24
PEG	0.29	0.36	0.31	0.19
PB	2.51	1.66	1.23	0.92
EV/EBITDA	9.85	7.45	5.80	4.54
ROE	9%	10%	10%	11%
ROIC	8%	7%	8%	9%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16333	20374	16983	15544
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3714	10239	9670	11161
存货	8472	8718	9889	11510
预付款项	862	1760	1926	2068
合同资产	543	329	428	540
其他流动资产	3201	3398	3459	3605
流动资产合计	33125	44819	42354	44427
长期股权投资	539	559	574	584
固定资产	6962	12955	20596	30542
在建工程	3809	5209	6709	8709
无形资产	1081	1374	1734	2140
商誉	79	79	79	79
递延所得税资产	513	513	513	513
其他非流动资产	5520	5784	6149	6459
资产总计	51628	71291	78708	93452
短期借款	149	5000	3000	3000
应付票据及应付账款	13053	18752	19729	22556
预收账款	0	7149	7289	7422
合同负债	8560	5183	6602	8155
应付职工薪酬	152	242	252	286
应交税费	475	731	763	895
其他流动负债	4806	9875	8059	8437
流动负债合计	27045	41933	42694	47750
长期借款	3598	3298	3198	3698
应付债券	781	781	781	781
递延所得税负债	234	234	234	234
其他非流动负债	4885	4885	4885	4885
负债合计	36543	51131	51793	57349
归属于母公司的所有者权益	14762	19896	26707	35934
少数股东权益	322	264	209	170
股东权益	15084	20160	26916	36104
负债及股东权益	51628	71291	78708	93452

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	3631	5322	5760	6844
投资	9	-380	-325	-270
资本性支出	-3304	-4984	-6189	-8037
其他	-468	17	25	36
投资活动现金流净额	-3763	-5347	-6489	-8271
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5918	0	0	0
银行贷款增加（减少）	2700	4551	-2100	500
筹资成本	-538	-485	-562	-512
其他	-2911	0	0	0
筹资活动现金流净额	5169	4066	-2662	-12
现金净流量	5037	4041	-3391	-1440

数据来源：携宁科技云估值，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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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