

Zdzzh

明阳智能（601615）：大风机战略持续推进，积极拓展海外市场

——2020 年年报点评

2021 年 04 月 13 日

强烈推荐/维持

明阳智能 公司报告

财报要点：2020 年，公司实现营业收入 224.57 亿元，同比增长 1.14 倍；归属上市公司股东净利润 13.74 亿元，同比增长 92.84%。其中，风机制造板块销售收入同比增长 1.27 倍至 209.47 亿元，为营业收入贡献 93.3%。截至 2020 年底，公司在手订单容量 13.88GW（陆上 8.25GW+海上 5.63GW）。

大风机战略执行得力，行业优势地位巩固。2020 年风机对外销售容量同比增长 1.32 倍至 5.66GW（陆上 4.75GW+海上 0.91GW），连续六年位居国内前三（年报引述彭博新能源财经统计，份额 10%），排名全球第六。我们测算，2020 年平均单机容量为 3.11MW，较 2019 年（2.69MW）显著提高。据年报披露，截至 2020 年底，公司在手订单中，3MW 以下（不含）机组订单容量仅占 5.2%，4MW 及以上机组订单容量达 59.0%（其中 5MW 及以上容量占 40.7%），机组大型化率位居国内第一。

过硬的产品竞争力得以彰显。据披露，公司为内蒙古霍林河项目供应的 6 台 MySE3.6-135/85 风机自 2019 年 8 月陆续并网至 2020 年 2 月，累计发电 0.34 亿 kWh，在 5 家整机供货商（含 2 家国际厂商）中居于首位；公司为兴化湾海上试验风电场供应的 2 台 MySE5.5-155 风机自并网两周年累计发电量突破 1 亿 kWh，连续两年领先全场。我们认为，过硬的产品力与公司优秀的研发制造和卓越的供应链管理密不可分，对业务长期发展起到重要支撑。

积极“走出去”，分享全球风电市场发展红利。公司在德国汉堡、美国纽约、丹麦哥本哈根设立研发和营销服务中心，2020 年获得 380MW 海外订单，项目位于越南和意大利等地。我们认为，积极拓展海外市场，有助降低对本土市场的依赖，利好业务结构优化，分散经营风险。

盈利预测：我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润分别为 17.23 亿元、19.84 亿元和 22.25 亿元，对应当前股本下 EPS 0.88 元、1.02 元和 1.14 元，对应 2021.4.13 收盘价 18.7 倍、16.2 倍和 14.5 倍 P/E。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：风电建设或不达预期；公司业务发展与成本管控或逊于预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,493.16	22,456.99	26,495.40	28,130.67	29,084.16
增长率（%）	52.03%	114.02%	17.98%	6.17%	3.39%
归母净利润（百万元）	712.56	1,374.07	1,722.54	1,984.09	2,224.98
增长率（%）	67.28%	92.84%	25.36%	15.18%	12.14%
净资产收益率（%）	12.76%	12.79%	11.24%	11.94%	12.20%
每股收益(元)	0.37	0.70	0.88	1.02	1.14
P/E	45.23	23.46	18.71	16.24	14.49
P/B	4.80	2.18	2.03	1.86	1.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

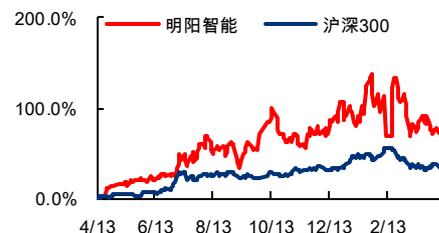
公司简介：

据 2020 年年报披露，公司主营风电机组、新能源发电等业务，风机业务 2020 年在全球市场排名第六。

交易数据

52 周股价区间（元）	23.68-9.94
总市值（亿元）	327.56
流通市值（亿元）	177.75
总股本/流通 A 股（万股）	195,093/105,869
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.23

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

1. 收入与成本预测

我们对公司 2020-2023 年的收入与毛利率统计与预测, 如表 1 所示。

表1: 公司分项业务收入与成本预测 (至 2023 年)

	2020	2021E	2022E	2023E
合计营业收入 (百万元)	22,456.99	26,495.40	28,130.67	29,084.16
年增速		17.98%	6.17%	3.39%
综合毛利率	18.57%	19.02%	19.68%	20.36%
风机及配件				
营业收入 (百万元)	20,947.39	24,947.62	26,041.87	26,444.63
年增速		19.10%	4.39%	1.55%
毛利率	16.89%	17.61%	17.64%	17.70%
新能源发电				
营业收入 (百万元)	990.06	996.22	1,472.50	1,948.79
年增速		0.62%	47.81%	32.35%
毛利率	61.73%	61.60%	61.60%	61.60%
其他 (主营)				
营业收入 (百万元)	375.27	431.56	496.30	570.74
年增速		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	2.09%	5.00%	5.00%	5.00%
非主营业务				
营业收入 (百万元)	144.27	120.00	120.00	120.00
毛利率	8.98%	9.00%	9.00%	9.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所预测

关于风机业务, 我们预计, 2021~2023 年销量将分别达到 6.07GW、6.53GW、6.81GW, 其中海上风机容量占比分别为 39.3%、37.0%、35.2%(2020 年为 16.0%), 单机平均容量分别为 3.85MW、4.03MW、4.15MW, 较 2020 年的 3.11MW 逐步提高。据年报披露, 公司目前已建立了以华能、中国大唐、国能投、华电、国电投、三峡、中广核等国有大型电力集团和其他民营电力集团为主导的稳固市场客户群。2020 年风机及配件毛利率为 16.89%, 同比下降 2.33 个百分点。据年报及《2020 年业绩演示材料》(来源官网)披露, 主要因为 2020 年依据新会计准则, 将风机运费计入成本, 否则该业务毛利率应同比稳中有升。

关于新能源发电业务, 据年报披露, 截至 2020 年底, 公司投资的新能源电站已并网装机约 1.08GW, 同比增长 46.16%; 在建容量约 2.65GW, 同比增长 1.66 倍, 位于河南、陕西、内蒙古、广西、山西、新疆、广东等地; 大庆 4 个共 198MW 风电运营项目已完成出让。考虑公司“滚动开发”战略等因素, 我们预计, 公司 2021 年底控股新能源发电并网容量将增至 1.5GW 左右, 实际情况与我们的预测或存一定偏差。我们认为, 新能源发电运营规模适度扩大, 一定程度上利好公司业务结构优化。

2. 风险提示

风电行业政策或出现重大变化，风电项目建设或不达预期；公司业务发展与成本费用管控收效或逊于预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	10,773.04	16,332.87	9,982.53	8,582.67	7,240.57	营业收入	10,498.16	22,456.99	26,495.40	28,130.67	29,084.16
应收票据	2.93	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	8,115.57	18,287.13	21,465.38	22,595.09	23,168.25
应收账款	4,751.53	3,714.40	4,382.35	4,652.82	4,810.53	营业税金及附加	52.03	104.74	123.58	131.21	135.65
应收款项融资	826.53	885.90	850.00	850.00	850.00	营业费用	895.44	974.65	1,149.92	1,220.89	1,262.27
预付款项	1,178.73	861.82	1,011.13	1,064.84	1,091.62	管理费用	418.60	509.02	600.56	637.63	659.24
其他应收款合计	298.47	566.57	668.46	709.71	733.77	财务费用	266.80	385.58	455.28	483.38	499.77
存货	2,811.42	8,472.13	9,939.94	10,467.95	10,731.17	研发费用	298.01	600.71	708.73	752.47	777.98
合同资产	0.00	542.97	500.00	500.00	500.00	加: 其他收益	82.76	94.70	111.73	118.63	122.65
持有待售资产	1,374.19	434.36	434.36	434.36	434.36	投资收益	289.74	16.16	18.58	21.37	24.58
一年内到期非流动资产	225.44	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	337.25	1,314.22	1,147.22	1,126.30	1,090.34	减: 资产及信用减值损失	78.82	137.63	162.38	172.40	178.24
流动资产合计	22,579.53	33,125.24	28,915.98	28,388.66	27,482.35	资产处置收益	-1.56	10.58	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	12,116.08	18,502.61	20,743.86	23,968.72	27,534.09	营业利润	738.82	1,578.98	1,969.89	2,277.60	2,554.98
资产总计	34,695.61	51,627.84	49,659.85	52,357.38	55,016.44	营业外收入	17.72	11.55	15.00	16.00	17.00
短期借款	1,374.64	149.00	385.00	405.45	415.65	营业外支出	9.03	113.43	5.80	6.23	6.90
应付票据	2,728.68	5,197.29	4,720.00	4,970.73	5,095.72	利润总额	747.51	1,477.10	1,979.09	2,287.37	2,565.08
应付账款	4,804.91	7,855.33	6,200.00	6,529.34	6,693.53	所得税	86.18	172.78	231.55	274.48	307.81
预收款项	6,858.92	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	661.33	1,304.32	1,747.54	2,012.88	2,257.27
合同负债	0.00	8,559.94	8,250.00	8,759.18	9,056.07	少数股东损益	-51.23	-69.76	25.00	28.80	32.29
应付职工薪酬	107.12	151.91	179.22	190.28	196.73	归属母公司净利润	712.56	1,374.07	1,722.54	1,984.09	2,224.98
应交税费	293.81	474.66	560.02	594.58	614.74	主要财务比率					
其他应付款	619.60	1,825.85	2,142.18	2,255.98	2,312.70	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
持有待售负债	765.99	328.44	328.44	328.44	328.44	成长能力					
一年内到期非流动负债	608.81	1,497.35	1,053.08	1,053.08	1,201.17	营业收入增速	52.03%	114.02%	17.98%	6.17%	3.39%
其他流动负债	0.00	1,005.13	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业利润增速	94.21%	113.72%	24.76%	15.62%	12.18%
流动负债合计	18,162.47	27,044.91	24,817.95	26,087.07	26,914.75	归母净利润增速	67.28%	92.84%	25.36%	15.18%	12.14%
非流动负债合计	9,441.17	9,498.44	8,614.42	8,523.66	8,569.04	获利能力					
负债合计	27,603.64	36,543.35	33,432.37	34,610.73	35,483.79	毛利率(%)	22.66%	18.57%	19.02%	19.68%	20.36%
股本	1,379.72	1,875.38	1,950.93	1,950.93	1,950.93	净利率(%)	6.30%	5.81%	6.60%	7.16%	7.76%
其他权益工具	391.82	224.07	224.07	224.07	224.07	总资产净利率(%)	2.32%	3.02%	3.45%	3.95%	4.20%
资本公积	3,582.77	9,775.84	9,775.84	9,775.84	9,775.84	ROE(%)	12.76%	12.79%	11.24%	11.94%	12.20%
减: 库存股	0.00	121.88	121.88	121.88	121.88	偿债能力					
其他综合收益	42.30	39.43	40.86	40.86	40.86	资产负债率(%)	79.56%	70.78%	67.32%	66.10%	64.50%
盈余公积	77.87	240.61	240.61	240.61	240.61	流动比率	1.24	1.22	1.17	1.09	1.02
未分配利润	1,246.10	2,728.76	3,994.39	5,481.10	7,228.95	速动比率	1.09	0.91	0.76	0.69	0.62
归属所有者权益合计	6,720.58	14,762.20	15,880.76	17,367.47	19,115.31	营运能力					
少数股东权益	371.39	322.30	346.72	379.18	417.34	总资产周转率	0.37	0.52	0.52	0.55	0.54
所有者权益合计	7,091.97	15,084.50	16,227.48	17,746.65	19,532.65	应收账款周转率	2.05	5.31	6.54	6.23	6.15
负债和所有者权益总计	34,695.61	51,627.84	49,659.85	52,357.38	55,016.44	应付账款周转率	1.83	2.89	3.05	3.55	3.50
现金流量表						单位: 百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标(元)					
经营活动现金流入小计	16,636.40	37,616.03	37,300.80	38,183.93	39,300.02	每股收益(摊薄)	0.37	0.70	0.88	1.02	1.14
经营活动现金流出小计	10,881.13	33,985.27	33,599.03	35,416.81	36,343.03	每股净现金流(摊薄)	3.87	2.58	0.52	0.35	0.35
经营活动产生净现金流	5,755.26	3,630.75	3,701.77	2,767.12	2,956.99	每股净资产(摊薄)	3.44	7.57	8.14	8.90	9.80
投资活动产生净现金流	-2,142.71	-3,763.22	-3,065.10	-2,725.34	-2,975.18	估值比率					
筹资活动产生净现金流	3,932.76	5,169.36	371.23	631.88	701.55	P/E	45.23	23.46	18.71	16.24	14.49
汇率变动影响	2.28	-0.32	0.00	0.00	0.00	P/B	4.80	2.18	2.03	1.86	1.69
现金及等价物净增加额	7,547.59	5,036.58	1,007.90	673.66	683.36	EV/EBITDA	20.97	8.76	10.17	9.67	9.34
期初现金及等价物余额	2,708.27	10,255.86	15,292.44	16,300.34	16,974.00						
期末现金及等价物余额	10,255.86	15,292.44	16,300.34	16,974.00	17,657.37						

注: 表中“资产及信用减值损失”项目, 损失为正。

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

北京科技大学材料科学与工程专业学士，中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526