

风机大型化优势显现，业绩略超预期

投资要点

- **业绩总结：**公司2021年上半年实现营业收入111.45亿元，同比增长33.94%；实现归母净利润10.41亿元，同比增长96.26%；实现扣非归母净利润10.23亿元，同比增长96.6%，EPS0.55元，业绩略超预期上限。
- **海上风机占比提高，风机销售净利润率回升。**2021上半年风机制造销售收入为102.54亿元，同比增长36.28%；对外销售容量实现2.34GW，同比增长15.74%，其中陆上风电约1.19GW，同比下降29.1%，海上风电约1.15GW，同比增长236.94%。2021年上半年公司新增风机订单规模4.48GW，在手订单总规模为16.02GW，据不完全统计，公司新增订单在公开招标占比13.6%。由于2021年海上风电抢装，公司海风销售占比提升，据测算，公司风机销售净利润率相比2020年有明显提升。
- **风机大型化促加速降本。**近几年来，风机单机大型化趋势开始加速，加快了风机成本的下降。我国新增陆上风机装机单机功率从2MW、3MW向6MW转变。海上风机从单机功率3、4MW向10MW以上转变。风机成本急速下降。公司凭借半直驱技术，充分发挥机组大型化优势，公司陆地风机机型单机功率正在向5MW、6MW升级迈进，7MW风机目前正在研发。海上风机机型单机功率以5.5MW到6.45MW再到8MW、10MW、11MW快速迈进，公司即将推出的16MW级海上风机将成为全球最大的海上风机机型。此外，公司在国内深海漂浮基础风机领域也率先实现突破。未来公司风机的成本优势将有望明显体现。
- **坚持“滚动开发”战略，发电板块业绩贡献稳步提升。**截至2021年上半年，公司并网装机容量约126GW，同比上升41.20%；在建装机容量约2.35GW，同比上升104.96%。公司共实现发电量15.26亿度，同比增加46.35%，实现发电收入7.03亿元，同比增长48.12%。毛利率为71.57%，同比上升约3.81个百分点。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，增加公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**公司风机大型化优势明显，在海上风电的技术实力突出，此外，公司积极开拓光伏、制氢等新业务领域，公司业绩将长期向好，我们上调公司21年利润至23亿元，给予公司2021年20倍PE，目标价23.60元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**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	29472.00	32304.00	34713.00
增长率	114.02%	31.24%	9.61%	7.46%
归属母公司净利润（百万元）	1374.07	2302.23	2474.44	2692.42
增长率	92.84%	67.55%	7.48%	8.81%
每股收益EPS（元）	0.70	1.18	1.27	1.38
净资产收益率ROE	8.65%	13.60%	13.07%	12.74%
PE	26	16	15	13
PB	2.44	2.17	1.93	1.73

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

分析师：敖颖晨
 执业证号：S1250521080001
 电话：021-58351917
 邮箱：ayc@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)	14.78
52周内股价区间(元)	13.28-23.68
总市值(亿元)	359.93
总资产(亿元)	562.07
每股净资产(元)	8.39

相关研究

1. 明阳智能（601615）：风电抢装助力业绩腾飞，技术创新引领行业前行（2021-04-09）

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 6.5GW，2022 年销售 7.5GW，2023 年销售 8.6GW，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	27663	29941	31850
	增速	126.8%	32.1%	8.2%	6.4%
	毛利率	16.9%	17.5%	16.5%	16.0%
风场	收入	990	1309	1863	2363
	增速	31.3%	32.2%	42.3%	26.8%
	毛利率	61.7%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	22457	29472	32304	34713
	增速	114.0%	31.2%	9.6%	7.5%
	毛利率	18.6%	19.3%	18.9%	18.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22456.99	29472.00	32304.00	34713.00	净利润	1304.32	2302.23	2474.44	2692.42
营业成本	18287.13	23795.58	26195.94	28149.20	折旧与摊销	587.07	816.97	961.24	991.24
营业税金及附加	104.74	172.20	171.29	186.62	财务费用	385.58	884.86	922.99	961.48
销售费用	974.65	1279.11	1402.02	1506.57	资产减值损失	-66.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	509.02	668.03	732.22	786.82	经营营运资本变动	3933.77	-4082.17	-75.67	27.94
财务费用	385.58	884.86	922.99	961.48	其他	-2513.76	-3.72	-30.18	15.71
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	-81.83	4252.83	4688.79
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	2672.23	2879.54	3122.31	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	2607.21	2802.23	3049.09	股权融资	6688.73	75.55	0.00	0.00
所得税	172.78	304.98	327.79	356.67	支付股利	-107.62	-274.81	-460.45	-494.89
净利润	1304.32	2302.23	2474.44	2692.42	其他	-936.03	-2645.70	-922.99	-961.48
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	-2993.97	-1383.44	-1456.36
归属母公司股东净利润	1374.07	2302.23	2474.44	2692.42	现金流量净额	5036.58	-3575.80	2369.39	2732.42
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	16332.87	12757.08	15126.47	17858.89	成长能力				
应收和预付款项	5142.79	7602.09	8027.25	8727.10	销售收入增长率	114.02%	31.24%	9.61%	7.46%
存货	8472.13	11038.64	12185.58	13078.62	营业利润增长率	113.72%	69.24%	7.76%	8.43%
其他流动资产	3177.45	1724.75	1890.49	2031.47	净利润增长率	97.22%	76.51%	7.48%	8.81%
长期股权投资	538.62	538.62	538.62	538.62	EBITDA 增长率	74.80%	71.42%	8.91%	6.53%
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%	19.26%	18.91%	18.91%
无形资产和开发支出	1365.95	1214.66	1063.37	912.09	三费率	8.32%	9.61%	9.46%	9.38%
其他非流动资产	5827.39	5810.13	5792.88	5775.62	净利率	5.81%	7.81%	7.66%	7.76%
资产总计	51627.84	51308.19	54954.18	58929.23	ROE	8.65%	13.60%	13.07%	12.74%
短期借款	149.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.53%	4.49%	4.50%	4.57%
应付和预收款项	13679.19	21202.06	22462.45	23937.59	ROIC	412.18%	102.19%	63.47%	70.37%
长期借款	3598.42	3598.42	3598.42	3598.42	EBITDA/销售收入	11.36%	14.84%	14.75%	14.62%
其他负债	19116.74	9583.75	9955.34	10257.72	营运能力				
负债合计	36543.35	34384.23	36016.22	37793.74	总资产周转率	0.52	0.57	0.61	0.61
股本	1875.38	1950.93	1950.93	1950.93	固定资产周转率	3.87	3.35	3.08	3.41
资本公积	9775.84	9775.84	9775.84	9775.84	应收账款周转率	5.31	6.86	6.32	6.26
留存收益	2969.37	4996.79	7010.78	9208.32	存货周转率	3.22	2.43	2.25	2.23
归属母公司股东权益	14762.20	16601.67	18615.66	20813.20	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	16923.97	18937.96	21135.50	资产负债率	70.78%	67.02%	65.54%	64.13%
负债和股东权益合计	51627.84	51308.19	54954.18	58929.23	带息债务/总负债	12.39%	12.74%	12.16%	11.59%
					流动比率	1.22	1.33	1.40	1.47
					速动比率	0.91	0.89	0.94	1.01
					股利支付率	7.83%	11.94%	18.61%	18.38%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	2551.63	4374.06	4763.78	5075.02	每股收益	0.70	1.18	1.27	1.38
PE	26.19	15.63	14.55	13.37	每股净资产	7.57	8.51	9.54	10.67
PB	2.44	2.17	1.93	1.73	每股经营现金	1.86	-0.04	2.18	2.40
PS	1.60	1.22	1.11	1.04	每股股利	0.06	0.14	0.24	0.25
EV/EBITDA	7.30	5.02	4.11	3.32					
股息率	0.30%	0.76%	1.28%	1.37%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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	zfy@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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn