

明阳智能（601615）：海上风机推陈出新

——中报及业务动态点评

财报要点：2021 上半年，公司实现营业收入 111.45 亿元，同比增长 33.94%；归属上市公司股东净利润 10.41 亿元，同比增长 96.26%。其中，风机及配件制造板块销售收入同比增长 36.28%至 102.54 亿元，为营业收入贡献 92.0%。

继续执行大风机战略。据中报披露，2021 上半年风机对外销售容量同比增长 15.74%至 2.34GW（陆上 1.19GW+海上 1.15GW）。据官网发布的中报《业绩演示材料》，上半年 4MW 及以上机型新增订单容量占比超过 60%，领跑国内机组大型化赛道；上半年 6.XMW 及以上机型出货容量占海上风机出货容量的 44.0%；截至 6 月底，公司在手订单容量 16.02GW，维持历史高位。

产品推陈出新，有助保持行业优势地位。继 7 月 13 日在三峡阳江沙扒海上风电场成功安装公司自主研发的国内首台漂浮式海上风机后，公司近日推出全球最大功率海上风机。据公司官网英文版报道（21.8.20），该产品单机功率 16MW，扫风面积 4.6 万平米，已获 DNV GL 和鉴衡认证的设计认证，预计 2022 年推出样机，2023 上半年进行样机安装，2024 上半年实现商业化生产。我们认为，如新产品未来商业化获得成功，将有助提高公司在海上风电领域的竞争力，并助推远海风电资源开发。

海上风机出口订单执行顺利。据每日风电报道（8.18），公司为地中海地区首个商业化海上风电项目——意大利 Renexia 公司塔兰托项目提供 10 台 3MW 风机，预计 9 月底前运抵。据中报披露，此为国内海上风机出口首单，项目预计 2021 年底并网发电。我们认为，如获成功，将为公司后续拓展海外市场提供重要业绩参考。

重申持续看好公司核心竞争力：1) “大风机”战略执行力强，研发与时俱进；2) 供应链管理卓越，有助保障供应链安全，支持研发协同和成本管控。我们认为，如推进顺利，公司有望长期分享国内外风电行业发展红利。

盈利预测：暂不考虑增发，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 20.47 亿元、24.71 亿元和 29.40 亿元，对应当前股本下 EPS 1.05 元、1.27 元和 1.51 元，对应 21.8.22 收盘价 18.2、15.1 和 12.7 倍 P/E。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：海上风电建设或低预期；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	26,612.03	28,597.56	32,092.73
增长率（%）	52.03%	114.02%	18.50%	7.46%	12.22%
归母净利润（百万元）	712.56	1,374.07	2,047.24	2,471.17	2,940.46
增长率（%）	67.28%	92.84%	48.99%	20.71%	18.99%
净资产收益率（%）	12.76%	12.79%	12.82%	13.61%	14.43%
每股收益(元)	0.37	0.70	1.05	1.27	1.51
P/E	52.32	27.13	18.21	15.09	12.68
P/B	5.55	2.53	2.17	1.95	1.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2021 年 08 月 23 日

强烈推荐/维持

明阳智能 公司报告

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）	23.68-13.28
总市值（亿元）	346.09
流通市值（亿元）	187.81
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	3.71

52 周股价走势图



资料来源：同花顺 iFind、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

分析师：洪一

0755-82832082 hongyi@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480516110001

分析师：沈一凡

010-66554108 shenyf@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480520090001

分析师：张阳

010-66554016 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480521070001

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元					利润表					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	13,120.00	13,515.33	15,248.81	营业收入	10,493.16	22,456.99	26,612.03	28,597.56	32,092.73	营业成本	8,115.57	18,287.13	21,481.18	22,855.73	25,466.06	营业税金及附加	52.03	104.74	124.12	133.38	149.68
应收票据	2.93	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	895.44	974.65	1,154.98	1,241.16	1,392.85	管理费用	418.60	509.02	603.20	648.21	727.43	财务费用	266.80	385.58	350.84	348.42	391.00
应收账款	4,751.53	3,714.40	4,401.64	4,730.05	5,308.15	研发费用	298.01	600.71	711.85	764.96	858.46	加：其他收益	82.76	94.70	140.00	150.45	168.83	投资收益	289.74	16.16	174.67	218.34	251.09
应收款项融资	826.53	885.90	850.00	850.00	850.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减：资产及信用减值损失	78.82	137.63	163.09	175.26	196.68	资产处置收益	-1.56	10.58	0.86	0.00	0.00
预付款项	1,178.73	861.82	1,012.34	1,077.12	1,200.09	营业利润	738.82	1,578.98	2,338.29	2,799.23	3,331.50	营业外收入	17.72	11.55	15.00	16.00	17.00	营业外支出	9.03	113.43	27.00	6.00	5.78
其他应收款合计	298.47	566.57	671.40	721.49	809.67	利润总额	747.81	1,477.10	2,326.29	2,809.23	3,342.72	所得税	86.18	172.78	314.05	323.06	384.41	净利润	661.33	1,304.32	2,012.24	2,486.17	2,958.31
存货	2,811.42	8,472.13	9,951.89	10,588.70	11,797.56	少数股东损益	-51.23	-69.76	-35.00	15.00	17.85	归属母公司净利润	712.56	1,374.07	2,047.24	2,471.17	2,940.46						
合同资产	0.00	542.97	600.00	600.00	600.00						主要财务比率												
持有待售资产	1,374.19	434.36	300.00	300.00	300.00						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E								
一年内到期非流动资产	225.44	0.00	0.00	0.00	0.00						成长能力												
其他流动资产	337.25	1,314.22	1,276.89	1,337.84	1,492.00						营业收入增速	52.03%	114.02%	18.50%	7.46%	12.22%							
流动资产合计	22,579.53	33,125.24	32,184.16	33,720.53	37,606.29						营业利润增速	94.21%	113.72%	48.09%	19.71%	19.01%							
非流动资产合计	12,116.08	18,502.61	20,089.79	21,940.24	23,792.55						归母净利润增速	67.28%	92.84%	48.99%	20.71%	18.99%							
资产总计	34,695.61	51,627.84	52,273.96	55,660.76	61,398.83						获利能力												
短期借款	1,374.64	149.00	260.00	276.64	308.22						毛利率(%)	22.66%	18.57%	19.28%	20.08%	20.65%							
应付票据	2,728.68	5,197.29	5,000.00	5,319.94	5,927.29						净利率(%)	6.30%	5.81%	7.56%	8.69%	9.22%							
应付账款	4,804.91	7,855.33	7,200.00	7,660.72	8,535.30						总资产净利率(%)	2.32%	3.02%	3.87%	4.61%	5.05%							
预收款项	6,858.92	0.00	0.00	0.00	0.00						ROE(%)	12.76%	12.79%	12.82%	13.61%	14.43%							
合同负债	0.00	8,559.94	8,250.00	8,865.53	9,949.07						偿债能力												
应付职工薪酬	107.12	151.91	180.01	193.44	217.08						资产负债率(%)	79.56%	70.78%	66.43%	64.85%	64.03%							
应交税费	293.81	474.66	562.48	604.45	678.33						流动比率	1.24	1.22	1.24	1.22	1.23							
其他应付款	619.60	1,825.85	2,144.76	2,282.00	2,542.53						速动比率	1.09	0.91	0.86	0.84	0.84							
持有待售负债	765.99	328.44	328.44	328.44	328.44						营运能力												
一年内到期非流动负债	608.81	1,497.35	1,053.08	1,053.08	1,201.17						总资产周转率	0.37	0.52	0.51	0.53	0.55							
其他流动负债	0.00	1,005.13	1,000.00	1,000.00	1,000.00						应收账款周转率	2.05	5.31	6.56	6.26	6.39							
流动负债合计	18,162.47	27,044.91	25,978.78	27,584.25	30,687.44						应付账款周转率	1.83	2.89	2.85	3.08	3.14							
非流动负债合计	9,441.17	9,498.44	8,744.72	8,509.17	8,626.95						每股指标(元)												
负债合计	27,603.64	36,543.35	34,723.50	36,093.42	39,314.39						每股收益(摊薄)	0.37	0.70	1.05	1.27	1.51							
股本	1,379.72	1,875.38	1,950.83	1,950.83	1,950.83						每股净现金流(摊薄)	3.87	2.58	0.37	0.52	0.21							
其他权益工具	391.82	224.07	0.00	0.00	0.00						每股净资产(摊薄)	3.44	7.57	8.80	9.82	11.08							
资本公积	3,582.77	9,775.84	10,745.95	10,745.95	10,745.95						估值比率												
减：库存股	0.00	121.88	121.88	121.88	121.88						P/E	52.32	27.13	18.21	15.09	12.68							
其他综合收益	42.30	39.43	40.86	40.86	40.86						P/B	5.55	2.53	2.17	1.95	1.72							
盈余公积	77.87	240.61	240.61	240.61	240.61						EV/EBITDA												
未分配利润	1,246.10	2,728.76	4,319.10	6,292.89	8,756.21						24.60	10.66	9.59	8.15	6.78								
归属所有者权益合计	6,720.58	14,762.20	17,175.47	19,149.26	21,612.58																		
少数股东权益	371.39	322.30	374.99	418.08	471.86																		
所有者权益合计	7,091.97	15,084.50	17,550.46	19,567.34	22,084.44																		
负债和所有者权益总计	34,695.61	51,627.84	52,273.96	55,660.76	61,398.83																		
现金流量表						单位：百万元																	
						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E													
经营活动现金流入小计	16,636.40	37,616.03	35,025.00	37,142.55	40,318.03																		
经营活动现金流出小计	10,881.13	33,985.27	33,215.75	35,382.11	39,454.88																		
经营活动产生净现金流	5,755.26	3,630.75	1,809.25	1,760.43	863.15																		
投资活动产生净现金流	-2,142.71	-3,763.22	-1,309.93	-1,491.29	-1,129.19																		
筹资活动产生净现金流	3,932.76	5,169.36	221.23	753.25	683.17																		
汇率变动影响	2.28	-0.32	0.00	0.00	0.00																		
现金及等价物净增加额	7,547.59	5,036.58	720.55	1,022.39	417.12																		
期初现金及等价物余额	2,708.27	10,255.86	15,292.44	16,012.99	17,035.38																		
期末现金及等价物余额	10,255.86	15,292.44	16,012.99	17,035.38	17,452.51																		

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，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。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电力设备新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加入东兴证券研究所。

张阳

中国人民大学经济学硕士，北京科技大学材料科学与工程专业学士，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