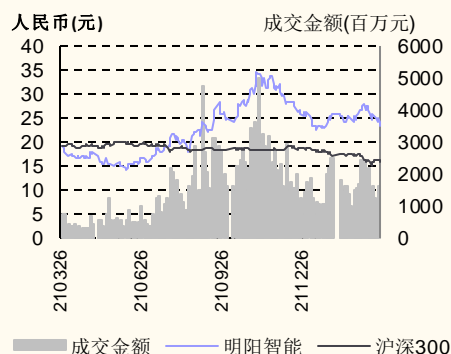


市场价格 (人民币): 23.03 元

目标价格 (人民币): 32.22 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.04
已上市流通 A 股(亿股)	19.33
总市值(亿元)	484.61
年内股价最高最低(元)	34.60/14.07
沪深 300 指数	4175
上证指数	3212



大兆瓦海风龙头，订单饱满支撑高成长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,493	22,457	27,271	27,558	35,585
营业收入增长率	52.03%	114.02%	21.44%	1.05%	29.13%
归母净利润(百万元)	713	1,374	3,316	3,506	4,436
归母净利润增长率	67.28%	92.84%	141.33%	5.73%	26.52%
摊薄每股收益(元)	0.516	0.733	1.695	1.792	2.267
每股经营性现金流净额	4.11	1.86	2.86	1.93	3.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.60%	9.31%	17.93%	14.95%	16.30%
P/E	23.82	25.90	15.40	14.56	11.51
P/B	2.53	2.41	2.76	2.18	1.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **预计海风“十四五”期间将迎长周期景气发展。** 1) 预计“十四五”期间海风装机可达 60GW; 2) 海风建设成本下降超预期。2021 年末, 三峡能源发布公告表示将投资约 412 亿元建设三峡阳江青洲五、六、七项目, 其中单体项目最低造价达 13355 元/KW。根据 CWEA 统计, 2020 年国内海风建设成本平均为 17800 元/KW。海风建设成本今年降幅达 25%; 3) 各省“十四五”规划超预期。截至 2022 年 3 月末, 已公布的各省“十四五”海风规划约达 46.64GW; 4) 预计 2023 年海风可实现平价。我们预计当发电小时数在 3800 小时时, 平均造价若降至 1.2 万元/KW, 可实现平价。
- **公司为大兆瓦海风龙头, 海上市占率持续提升。** 公司是国内风机大型化的先行者, 具有产品更新快、成本低、发电量高、技术路线佳等多方面优势。在量产机型方面, 公司已经形成了以 5.5MW、6.45MW、7.25MW、8.XMW、11MW 级等产品为主的海上风机产品谱系。公司海风产品销售容量占比快速提升, 2019 年公司陆风与海风产品的销售容量占比分别为 85%、15%, 1H21 为 51%、49%。据我们测算, 2019 年公司国内海风市占率约为 19%, 2021 年约提升至 35%。
- **公司具有强区位优势。** 公司总部位于广东, 是广东省实施海上风电产业集群建设的重点单位。目前广东是国内唯一一个提出具体补贴政策的省份, 2022-2024 年每千瓦补贴分别为 1500 元、1000 元、500 元。2021 年 6 月, 广东省印发《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》, 力争 2025 年底海风累计建设达 18GW。预计公司将深度受益于广东海风高景气繁荣发展。
- **根据业绩快报, 公司 2021 年实现归母净利润 33.19 亿元, 同增 141.56%。** 根据业绩快报, 公司 2021 年实现营收 272.73 亿元, 同增 21.45%, 实现归母净利润 33.19 亿元, 同增 141.56%。公司 2022 年 2 月非公开发行 1.48 亿股, 募集资金总额约为 20 亿元。本次募集资金全部用于补充流动资金, 推动公司的可持续发展。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2021-2023 年分别实现净利 33、35、44 亿元, 同比分别增长 141%、6%、27%。对应 EPS 1.70 元、1.79 元、2.27 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 15.4、14.6、11.5 倍。给予 2022 年整体 18 倍估值, 目标价 32.22 元/股, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- 政策性风险、市场竞争风险、限售股解禁风险、大股东减持风险。

胡竞楠 联系人
hujingnan@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

1、行业：风电装机由周期性正式步入成长性阶段.....	4
1.1 能源转型推动需求增长，风电景气开启.....	4
1.2 风电装机正式步入成长阶段.....	5
1.3 海风长周期景气发展.....	7
2、公司：大兆瓦海风龙头，海风市占率持续提升.....	10
3、公司业务：在手订单饱满，盈利能力提升.....	13
4、盈利预测和投资建议.....	17
5、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：全球可再生能源实现十年规模翻倍（单位：MW）.....	4
图表 2：全球风电新增装机 2020 年达到 93GW.....	4
图表 3：不限电背景下华东地区光伏最大接入量为 31%（横轴单位：时间；纵轴单位：%）.....	5
图表 4：不限电背景下，华东地区风电最大接入量为 75%（横轴单位：时间；纵轴单位：%）.....	5
图表 5：不同风光发展策略下的新能源装机情况.....	5
图表 6：国内历史风电新增装机及预测（GW）.....	6
图表 7：风电上网电价一览表（元/千瓦时，含税）.....	6
图表 8：风机投标价格呈下降趋势（单位：元/KW）.....	7
图表 9：陆风风电场 IRR 测算假设.....	7
图表 10：国内海风新增装机及预测（GW）.....	7
图表 11：海风项目建设成本（单位：元/KW）.....	8
图表 12：海风省平均燃煤电价.....	8
图表 13：不同风机价格、发电小时下风电场 LCOE 水平（横轴海风建设成本，单位元/KW；纵轴发电小时数，单位小时）.....	9
图表 14：各省市“十四五”海风规划.....	9
图表 15：公司发展历程.....	10
图表 16：历年国内公司风机市占率（%）.....	11
图表 17：历年国内公司海风市占率（%）.....	11
图表 18：2021 年主机厂新增吊装容量（单位：GW）.....	11
图表 19：2021 年主机厂中国市场份额占比.....	11
图表 20：广东省海风相关政策.....	12
图表 21：公司产品情况.....	12
图表 22：公司历年风场运营业务毛利率水平（%）.....	13
图表 23：青铜峡市峡口风电项目转让情况.....	13

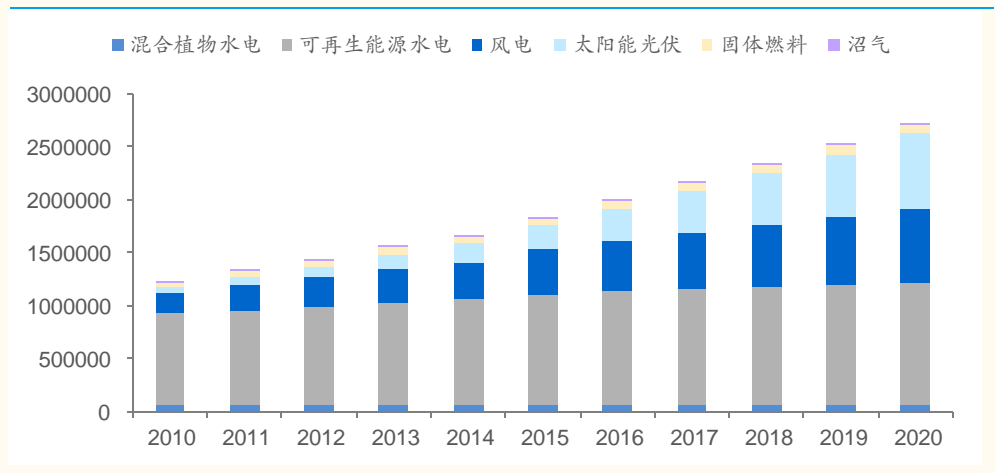
图表 24: 2021 营收 272.73 亿元, 同增 21.25%.....	13
图表 25: 2021 归母净利 33.19 亿元, 同增 141.56%.....	13
图表 26: 2020 毛利率、净利率为 18.57%、5.81%.....	14
图表 27: 2020 营业周期为 178.92 天.....	14
图表 28: 公司营收构成 (单位: 亿元).....	15
图表 29: 公司风机对外销售容量 (单位: GW).....	15
图表 30: 历年与去年同期新增订单情况 (单位: MW).....	16
图表 31: 风机在手订单容量 (单位: GW).....	16
图表 32: 公司累计并网装机容量 (单位: MW).....	16
图表 33: 2017-2020 年发电收入 (单位: 百万元).....	16
图表 34: 可比公司毛利率对比 (单位: %).....	16
图表 35: 公司盈利拆分.....	17
图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	18

1、行业：风电装机由周期性正式步入成长性阶段

1.1 能源转型推动需求增长，风电景气开启

- **可再生能源装机大幅提升。** 在全球气候变暖的背景下，各国加快自身经济结构转型升级，推动能源改革和能源转型，大力加强新能源的开发利用。全球可再生能源累计装机规模从 2010 年的 1222GW 提升至 2020 年的 2733GW，实现十年规模翻番。其中，风电装机规模从 2010 年的 198GW 提升至 2020 年的 702GW，增长近三倍。

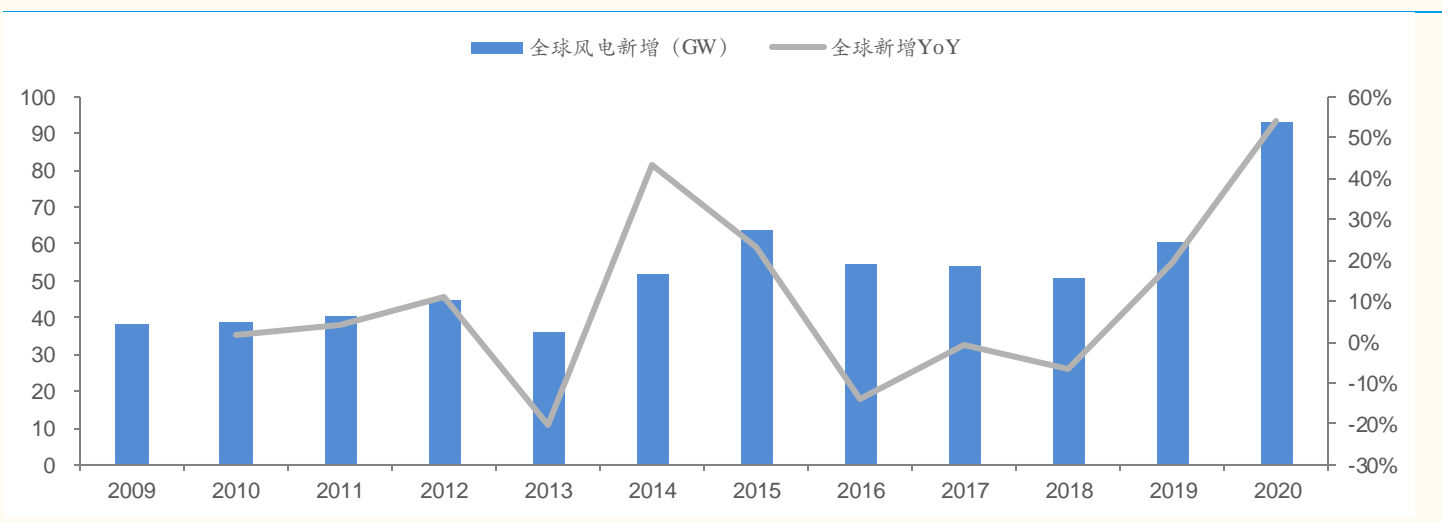
图表 1：全球可再生能源实现十年规模翻倍（单位：MW）



来源：IRENA，国金证券研究所

- **全球风电装机呈上升趋势。** 2020 年全球风电新增装机 93GW，同增 53%，涨幅创历史新高。

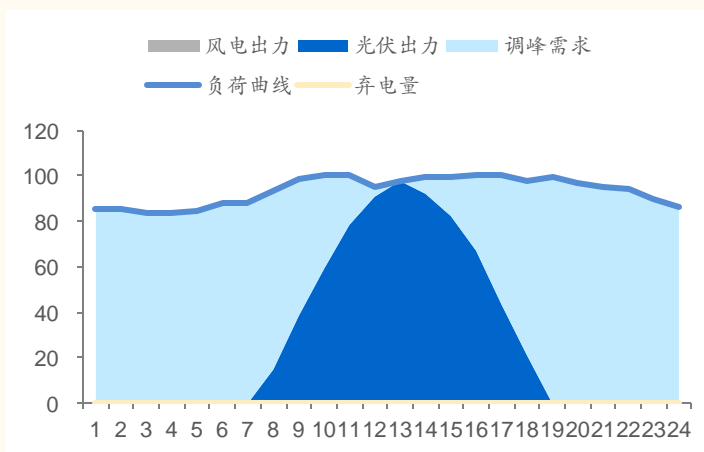
图表 2：全球风电新增装机 2020 年达到 93GW



来源：GWEC，国金证券研究所

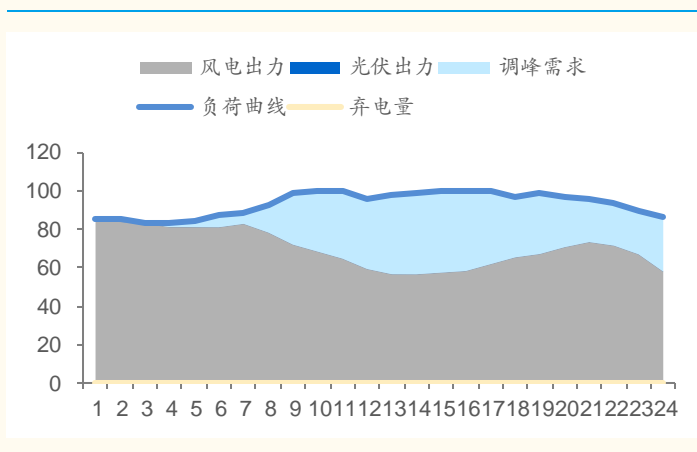
- **不限电背景下风电最大接入量显著高于光伏。** 在不限电，且电网约束背景下，光伏发电量最大占比 31%，风电发电量最大占比 75%，而且从出力角度考虑，两者互补效果较好。

图表 3: 不限电背景下华东地区光伏最大接入量为 31% (横轴单位: 时间; 纵轴单位: %)



来源: 国金证券研究所测算

图表 4: 不限电背景下, 华东地区风电最大接入量为 75% (横轴单位: 时间; 纵轴单位: %)



来源: 国金证券研究所测算

- **风光互补可有效提高最大接入量。**通过对典型日用电负荷曲线、风光出力曲线进行实时发用电平衡, 风光储互补方案较优。风光配比实现最优新能源消纳场景下新能源接入最高且调峰和弃电最小, 此时风电装机 95.2GW, 光伏装机 38.5GW, 新能源消纳比例 93.1%, 调峰量 6.9%, 新能源发电占比 95.7%, 弃电率 2.7%。

图表 5: 不同风光发展策略下的新能源装机情况

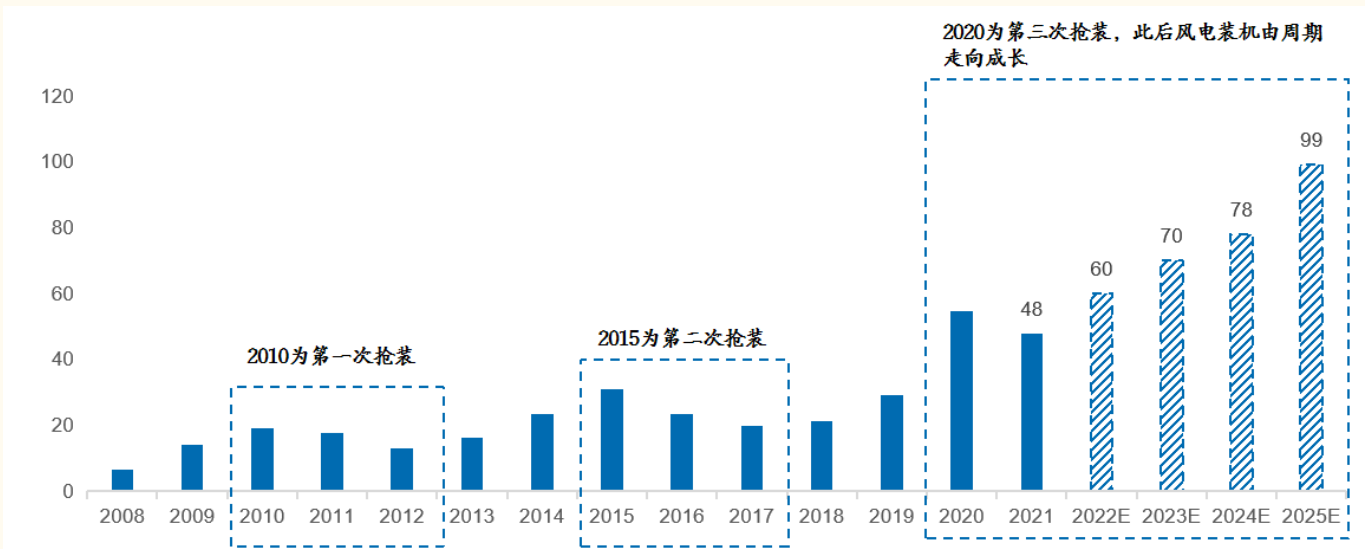
策略	风电装机 (GW)	光伏装机 (GW)	储能装机 (GWh)	风电发电量占比 (%)	光伏发电量占比 (%)	调峰电量占比 (%)	新能源弃电率 (%)	风光发电量占比 (%)
仅光伏, 不弃光	0	97.6	0	0.00%	30.60%	69.40%	0.00%	30.60%
仅风电, 不弃风	85.7	0	0	75.30%	0.00%	24.70%	0.00%	75.30%
优先光伏, 风电补充	85.7	97.6	0	75.30%	30.60%	8.20%	13.30%	105.90%
优先风电, 光伏补充	85.7	39.9	0	75.30%	12.50%	12.20%	0.10%	87.80%
风光配比实现最优消纳	95.2	38.5	0	83.60%	12.10%	6.90%	2.70%	95.70%
光伏+储能	0	319.0	1665.6	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	100.00%
风电+储能	113.8	0	592.8	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
优先光伏+风电+储能	85.7	97.6	196.8	75.30%	30.60%	0.00%	5.10%	105.90%
优先风电+光伏+储能	99.5	39.9	292.8	87.40%	12.50%	0.00%	0.00%	100.00%
风光最优配比+储能	95.2	51.9	165.6	83.60%	16.30%	0.00%	0.00%	100.00%

来源: 国金证券研究所测算

1.2 风电装机正式步入成长阶段

- **风电装机由周期走向成长。**2010、2015、2020 年为风电三次抢装。随着 2021 年陆风进入平价时代, 叠加大型化下产业链协同降本, 风电装机正式由周期性走向成长性。

图表 6: 国内历史风电新增装机及预测 (GW)



来源: GWEC, 国金证券研究所

- **装机成长性拐点 1: 陆风正式进入平价。**2021 年起, 对新核准陆上风电项目, 中央财政不再补贴, 实行平价上网。

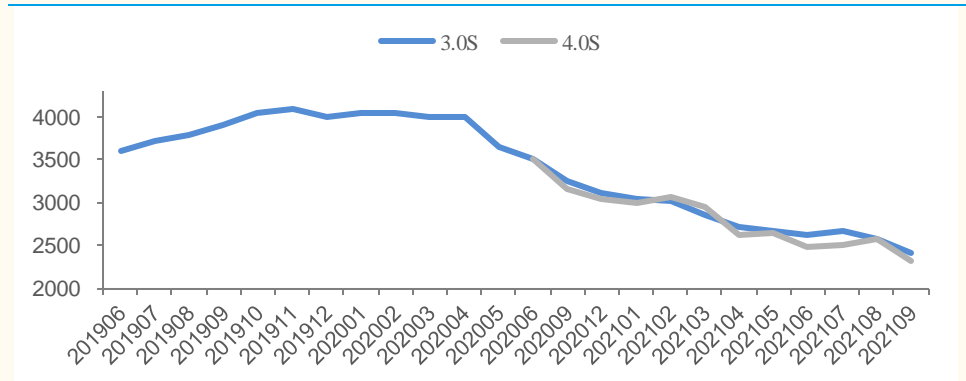
图表 7: 风电上网电价一览表 (元/千瓦时, 含税)

项目	资源区/类别	2009-2014	2015	2016	2018	2019	2020	2021
陆上风电	I	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34	0.29	
	II	0.54	0.52	0.5	0.45	0.39	0.34	全面实现平价上网
	III	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38	
	IV	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52	0.47	
陆上风电上网电价降幅	I	-	-3.92%	-4.08%	-14.89%	-15.00%	-14.71%	
	II	-	-3.70%	-3.85%	-10.00%	-13.33%	-12.82%	-
	III	-	-3.45%	-3.57%	-9.26%	-12.24%	-11.63%	-
	IV	-	0.00%	-1.64%	-5.00%	-8.77%	-9.62%	-
政策依据		发改价格[2014]3008号	发改价格[2015]3044号	发改价格[2016]2729号	发改价格[2019]882号	发改委价格[2021]833号		

来源: 发改委, 国金证券研究所

- **装机成长性拐点 2: 大型化下风机快速降本, 提高下游风电场 IRR 水平。**据金风科技统计, 3S/4S 级别机组今年以来招标均价分别下降 21%/22%, 2021 年 9 月 3S/4S 机组招标均价分别为 2410 元/KW、2326 元/KW。假设发电厂年利用小时数在 2073 小时, 风机招标价格为 3000 元/KW, 标杆燃煤电价为 0.36 元/KWh, 风电场 IRR 为 7.89%。

图表 8: 风机投标价格呈下降趋势 (单位: 元/KW)



来源: 金风科技演示材料, 国金证券研究所

图表 9: 陆风风电场 IRR 测算假设

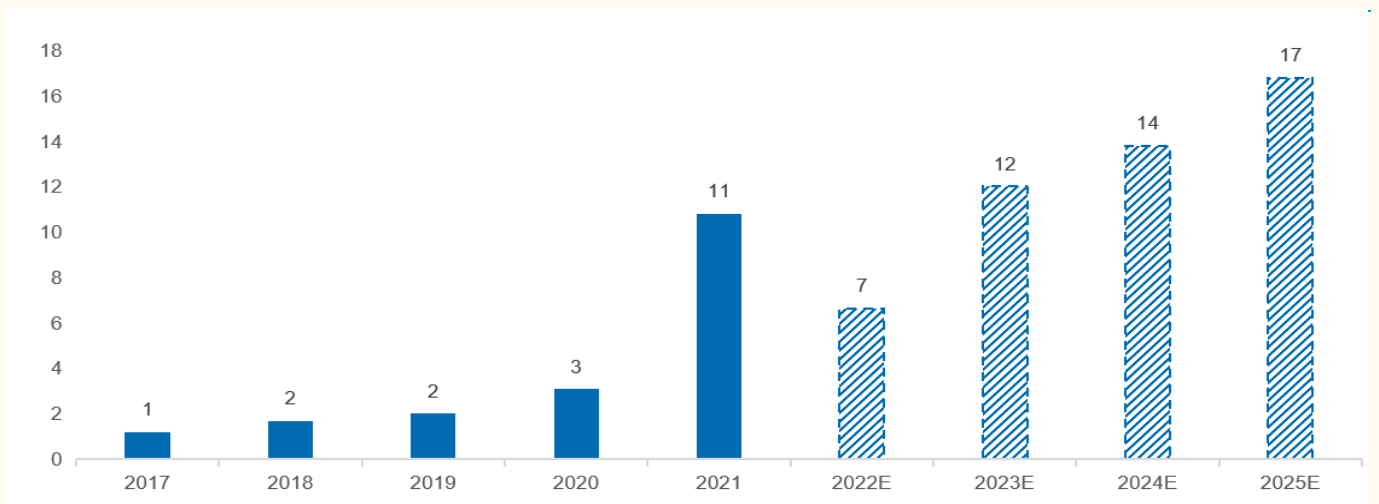
项目	数值	单位
风机价格	3000	元/KW
综合成本	6500	元/KW
贷款比率	70%	
还款方式	等额还款	
运营维修比例	1.5%	
年有效利用小时数	2073	小时
IRR	7.89%	

来源: 国金证券研究所

1.3 海风长周期景气发展

- 预计“十四五”期间国内海风总新增装机达 60GW。2022 年是海风迈入长周期景气第一年, 受益于国家政策激励与产业链协同降本, 预计 2022 年海风招标高繁荣。

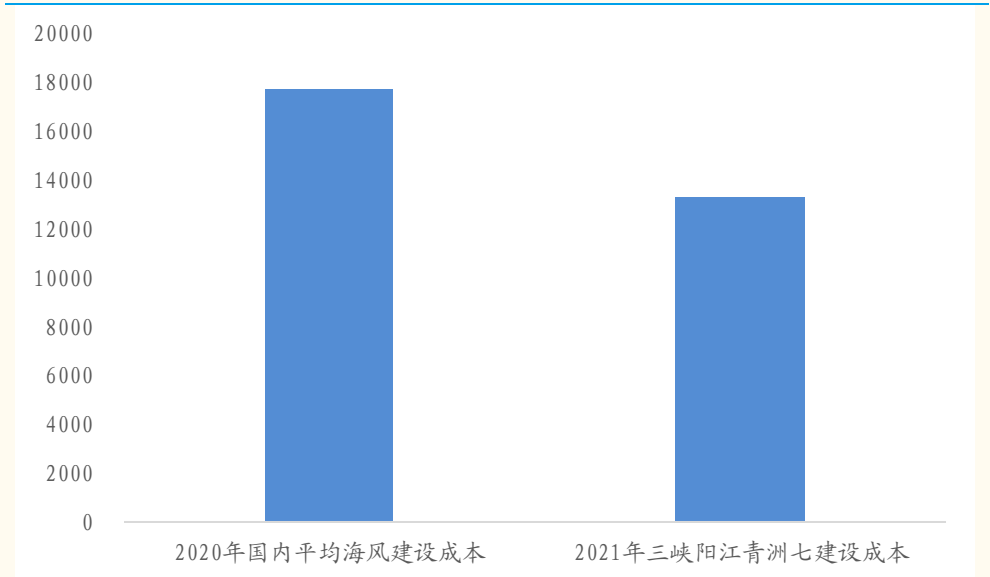
图表 10: 国内海风新增装机及预测 (GW)



来源: 中国风能报告, 国金证券研究所测算

- **海风建设成本下降超预期。**2021年12月20日，三峡能源发布公告表示，公司将投资约412亿元建设三峡阳江青洲五、六、七项目，其中单体项目最低造价达13355元/KW。根据CWEA统计，2020年国内海风建设成本平均为17800元/KW。海风建设成本本年降幅达25%。

图表 11: 海风项目建设成本 (单位: 元/KW)



来源: 三峡能源, CWEA, 国金证券研究所

- **海风预计 2023 年实现平价。**2020 年国内海上风电平均造价在 17800 元 /KW，其中江苏省平均造价降至 1.5 万元/KW 左右。我们预计当发电小时数在 3800 小时时，平均造价若降至 1.2 万元/KW，可实现平价。随机组快速大型化+产业链协同降本下，预计 2023 年可实现平价。

图表 12: 海风省平均燃煤电价

省份	燃煤基准价 (元/KWh)
福建	0.3932
广东	0.453
广西	0.4207
江苏	0.391
浙江	0.4153
海南	0.4298
山东	0.3949
上海	0.4155
辽宁	0.3757
平均	0.4099

来源: 发改委, 国金证券研究所

图表 13: 不同风机价格、发电小时下风电场 LCOE 水平 (横轴海风建设成本, 单位元/KW; 纵轴发电小时数, 单位小时)

	11500	12000	12500	13000	13500	14000	14500	15000	15500	16000	16500	17000	17500	18000
2800	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64	0.65	0.67	0.69	0.71	0.73	0.75
3000	0.47	0.49	0.51	0.53	0.54	0.56	0.58	0.60	0.61	0.63	0.65	0.67	0.69	0.71
3200	0.45	0.46	0.48	0.50	0.51	0.53	0.55	0.56	0.58	0.60	0.61	0.63	0.65	0.66
3400	0.43	0.44	0.46	0.47	0.49	0.50	0.52	0.53	0.55	0.57	0.58	0.60	0.61	0.63
3600	0.41	0.42	0.44	0.45	0.46	0.48	0.49	0.51	0.52	0.54	0.55	0.57	0.58	0.60
3800	0.40	0.41	0.42	0.43	0.45	0.46	0.47	0.48	0.50	0.51	0.53	0.54	0.55	0.57
4000	0.38	0.39	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.48	0.49	0.50	0.52	0.53	0.54
4200	0.37	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.50	0.51	0.52
4400	0.36	0.37	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.48	0.49	0.50
4600	0.35	0.36	0.37	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48
4800	0.34	0.35	0.36	0.37	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46

来源: 国金证券研究所测算

- 各省市海风“十四五”规划超预期。截至 2022 年 3 月末, 已公布的各省“十四五”海风规划约达 46.64GW。

图表 14: 各省市“十四五”海风规划

省份	政策	“十四五”新增规模 (GW)	政策内容
广东	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	17	到 2021 年底累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦, 2025 年底力争达到 1,800 万千瓦, 在全国率先实现平价并网
江苏	《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》	9.09	“十四五”期间, 江苏省规划的海上风电场址共计约 28 个, 规划装机容量 909 万千瓦
浙江	《浙江省电力发展“十四五”规划》	4.55	打造 3 个以上百万千瓦级海上风电, 新增海上风电装机 455 万千瓦以上
山东	《关于促进全省可再生能源高质量发展的意见》	10	“十四五”期间, 全省海上风电争取启动 1000 万千瓦; 到 2025 年(风)光储一体化基地力争建成投运容量 2000 万千瓦左右
海南	《海南省建立健全生态产品价值实现机制实施方案》政策解读新闻发布会	3	规划建设海上风电项目 1230 万千瓦, 力争“十四五”期间投产 300 万千瓦
广西	《广西战略性新兴产业发展三年行动方案》	3	广西已明确将海上风电作为“十四五”能源和产业发展的重点方向, 规划海上风电场址 25 个, 总装机容量 2250 万千瓦。其中, “十四五”期间将力争核准海上风电 800 万千瓦以上, 投产 300 万千瓦。
合计		46.64	

来源: 各省政府网站, 国金证券研究所测算

2、公司：大兆瓦海风龙头，海风市占率持续提升

- **公司成立十五载，致力于大型风力发电机组的创新与开发。**2006年6月，明阳智慧能源集团股份公司成立。2007年8月，公司实现我国第一台自主知识产权的抗台风型1.5MW风机下线，并于10月16日在广东湛江徐闻成功吊装。2014年11月，明阳风电SCD 6.5MW超紧凑海上风机在江苏如东国家实验风场成功吊装。2015年5月，明阳风电MySE 3.0MW风机下线。2020年7月，公司首台MySE5.2MW陆上风机在新疆达坂城成功吊装，刷新亚洲已吊装陆上单机容量最大机组纪录。2021年7月，公司制造的全球首台抗台风漂浮式机组—MySE 5.5MW抗台风型浮式机组在三峡阳江沙扒海上项目成功安装。通过技术创新和商业模式创新，明阳智能已逐步发展成为国内领先、全球具有重要影响力的智慧能源企业集团。

图表 15：公司发展历程

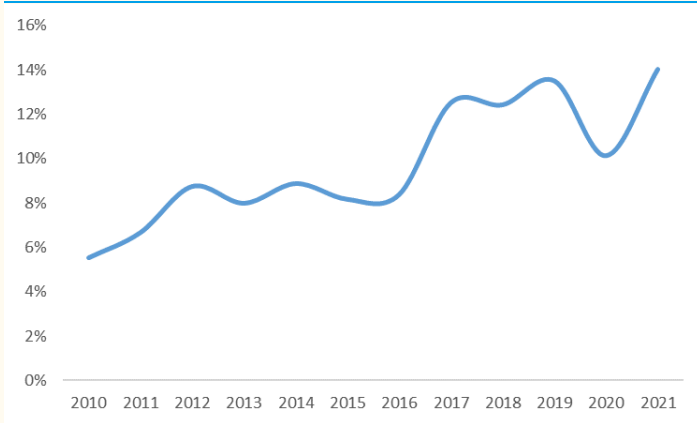
时间	事件
2006年6月	明阳智慧能源集团股份公司成立
2007年8月	我国第一台自主知识产权的抗台风型1.5MW风机下线
2009年8月	国际化战略取得重大突破：与丹麦里索风能实验室签署合作协议，建立欧洲研发中心
2010年10月	明阳风电产业集团在美国纽交所成功上市
2013年11月	明阳被认定为国家级企业技术中心
2014年7月	明阳风电MY1.5-89机组获得DNV-GL签发的全球首张GL2010型式认证证书
2014年11月	明阳风电SCD 6.5MW超紧凑海上风机在江苏如东国家实验风场成功吊装
2015年5月	明阳风电MySE 3.0MW风机下线
2017年4月	广东明阳风电产业集团有限公司正式更名为明阳智慧能源集团股份公司
2018年4月	全球风轮直径最大抗台风型风电机组——明阳智能MySE 5.5/7.0MW机型顺利完成吊装
2019年1月	明阳智能在上海证券交易所A股挂牌上市
2019年2月	MySE 7.25MW机组在广东揭阳成功吊装，将国内海上风机最大单机容量刷新为7.25MW
2020年7月	公司首台MySE 5.2MW陆上风机在新疆达坂城成功吊装，刷新亚洲已吊装陆上单机容量最大机组纪录。
2020年11月	全球首个现代能源“风光火储制研”一体化示范项目在内蒙古通辽市开工建设
2021年1月	明阳智能MySE 8.3MW超大型海上机组在福建兴化湾海上风电场二期项目成功吊装
2021年7月	全球首台抗台风漂浮式机组—由明阳研制的MySE 5.5MW抗台风型浮式机组在三峡阳江沙扒海上项目成功安装

来源：公司官网，国金证券研究所

- **公司股权结构稳定，股权激励政策完善。**公司控股股东为明阳新能源投资控股集团有限公司，截至2022年2月，持股9.51%。公司实际控制人为董事长张传卫先生、董事长之妻吴玲女士、董事张瑞先生（董事长之子）。2019年公司实施股权激励，向符合条件的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等220名员工授予限制性股票2,339万股，授予价格为人民币5.222元/股。

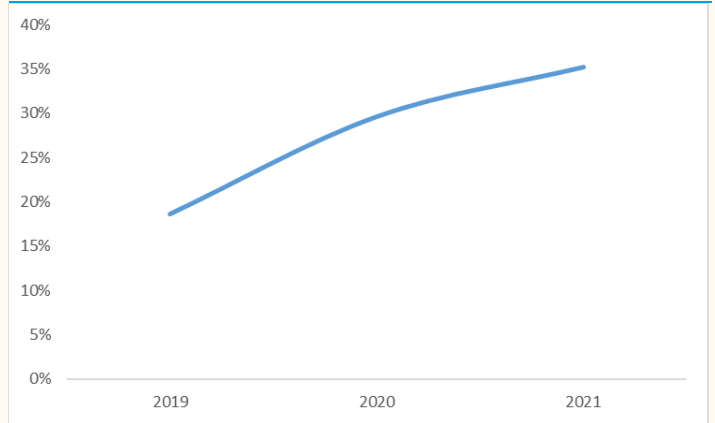
- **公司市占率持续提升，2021 年海上市占率约为 35%。** 得益于产品优异的质量、公司领先的战略布局，公司市占率持续提升。2010 年公司国内风机市占率为 5.55%，2021 年提升至 14%。2019 年公司国内海风市占率约为 19%，2021 年约提升至 35%。

图表 16: 历年国内公司风机市占率 (%)



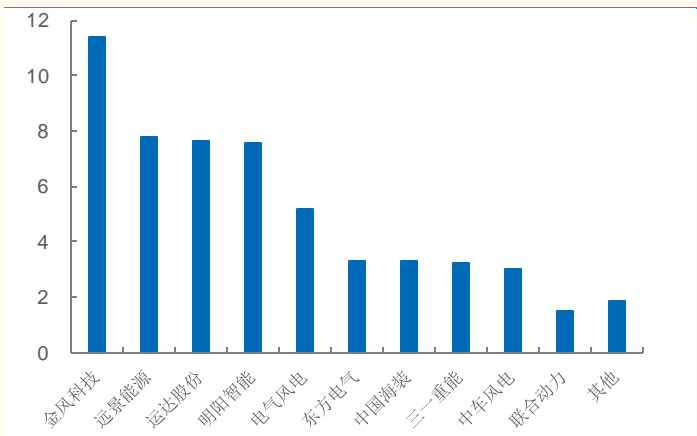
来源: BNEF, CWEA, 国金证券研究所

图表 17: 历年国内公司海风市占率 (%)



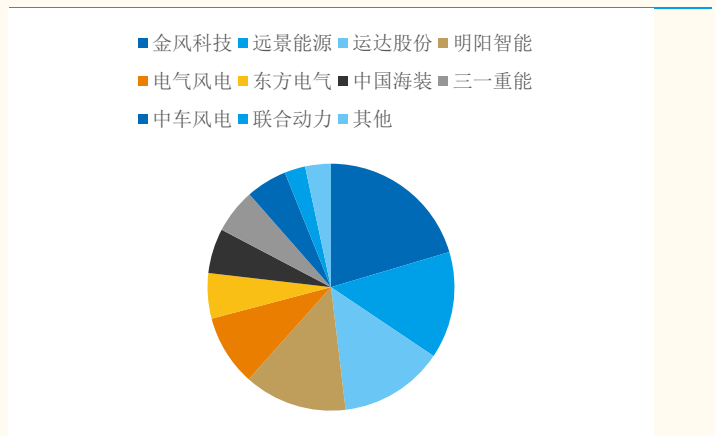
来源: BNEF, CEWA, 国金证券研究所

图表 18: 2021 年主机厂新增吊装容量 (单位: GW)



来源: BNEF, 国金证券研究所

图表 19: 2021 年主机厂中国市场份额占比



来源: BNEF, 国金证券研究所

- **公司具有强区位优势。** 公司总部位于广东，是广东省实施海上风电产业集群建设的重点单位。目前广东是国内唯一一个提出具体补贴政策的省份，2022-2024 年每千瓦补贴分别为 1500 元、1000 元、500 元。2021 年 6 月，广东省印发《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，力争 2025 年底海风累计建设达 18GW。预计公司将深度受益于广东海风高景气繁荣发展。

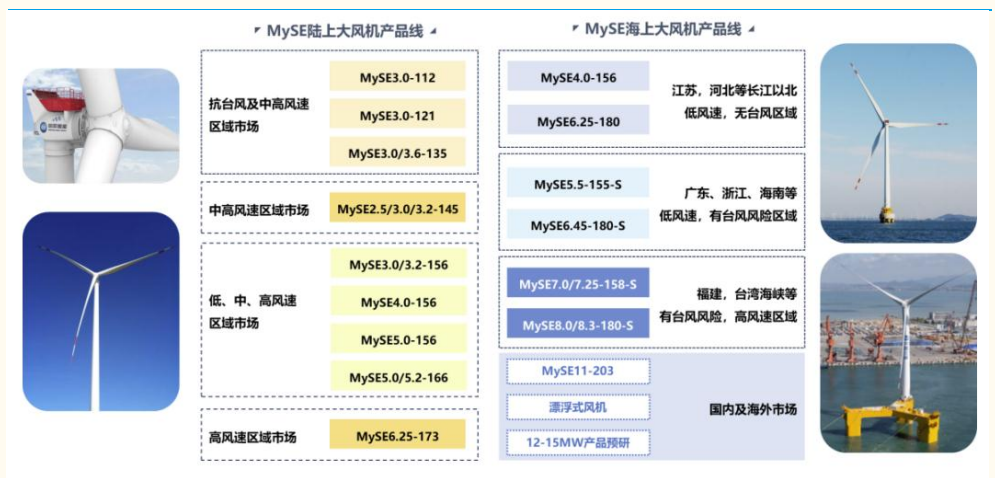
图表 20: 广东省海风相关政策

时间	政策	具体内容
2018 年 4 月	《广东省海上风电发展规划（2017-2030 年）》	到 2030 年底，建成投产海上风电装机容量约 3000 万千瓦，形成整机制造、关键零部件生产、海工施工及相关服务业协调发展的海上风电产业体系
2020 年 9 月	《广东省培育新能源战略性新兴产业集群行动计划（2021-2025 年）》	争取 2025 年前海上风电项目实现平价上网，到 2025 年底累计投产海上风电约 1500 万千瓦。
2021 年 6 月	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	到 2021 年底，全省海上风电累计建成投产装机容量达到 400 万千瓦；到 2025 年底，力争达到 1800 万千瓦，在全国率先实现平价并网。

来源：广东省政府网站，国金证券研究所

- **超紧凑半直驱技术路线下，公司产品具有高发电量、高传动链效率等优势。**公司 MySE 风力发电机组采用超紧凑半直驱技术路线，结合了直驱与双馈两种技术路线的优点，传动链由两级传动齿轮箱和中速永磁发电机构成。两级行星齿轮箱效率为 98.5%，中速永磁发电机效率为 98.3%，全功率变流器效率为 97%，整体的传动链效率要高于其他技术路线。中速永磁发电机具备相比双馈机组及直驱机组更宽的转速范围，更利于风能捕获，提升机组发电量。在相同条件下，MySE 机组发电量同其它机组要高约 5%。

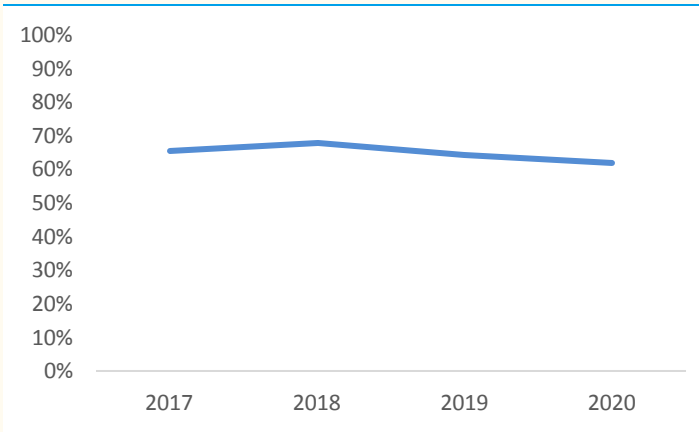
图表 21: 公司产品情况



来源：公司年报，国金证券研究所

- **“滚动开发”运营风场，获下游高毛利持稳利润。**公司向下游拓展，布局风场运营，基于“滚动开发”的轻资产运营理念，以“开发一批、建设一批、转让一批”为主要的经营模式。风场运营为风电产业链中毛利率最高环节，长期稳定在 60%。“滚动开发”的运营理念使得公司有效降低资产负债率，快速回笼现金。

图表 22: 公司历年风场运营业务毛利率水平 (%)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 23: 青铜峡市峡口风电项目转让情况

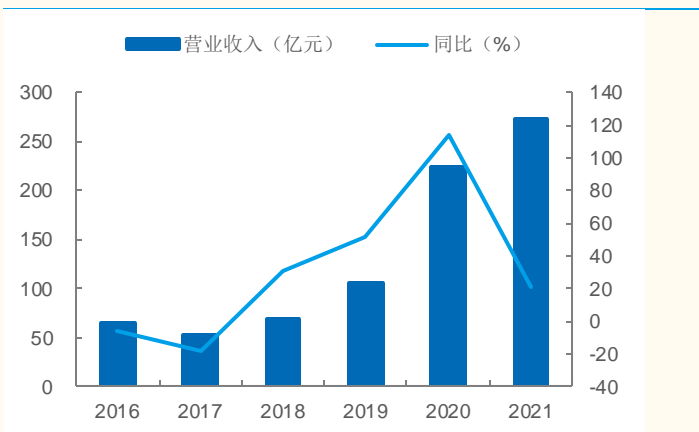
风电场转让项目具体情况	
项目	北京洁源青铜峡市峡口风电项目
转让股权	100%
项目容量	78 MW
交易对价	13,194 万元
预计税后利润	7,808 万元
税后单位利润	1.00 元/W

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、公司业务: 在手订单饱满, 盈利能力提升

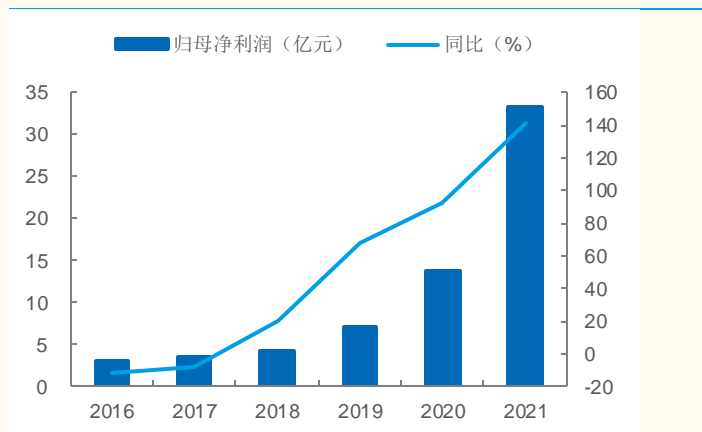
- **风机销售增长, 2021 归母净利润同增 141.56%。** 由于 1) 2021 年度风电行业整体保持一定的增长态势, 公司在手订单增加及公司海上项目交付规模上升导致公司营业收入有一定幅度增长; 2) 公司 2021 年度持有电站并网容量较上年同期有所增长, 发电收入较去年同期有一定幅度增长; 3) 公司 2021 年度因风电场项目出售导致利润同比增加。经公司业绩快报披露, 2021 公司实现归母净利润 33.19 亿元, 同比增加 141.56%。

图表 24: 2021 营收 272.73 亿元, 同增 21.25%



来源: iFind, 国金证券研究所

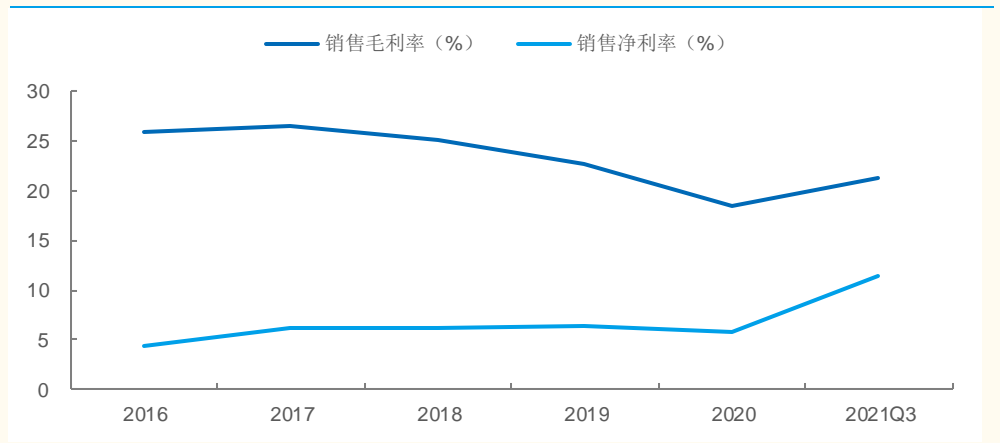
图表 25: 2021 归母净利润 33.19 亿元, 同增 141.56%



来源: iFind, 国金证券研究所

- **2021Q3 盈利水平改善。** 2020 年公司毛利率和净利率分别为 18.57%/5.81%, 同比分别变化-4.09/-0.49 PCT。2021Q3 毛利率和净利率分别为 21.32%/14.86%, 同比分别变化 1.43/9.13 PCT。

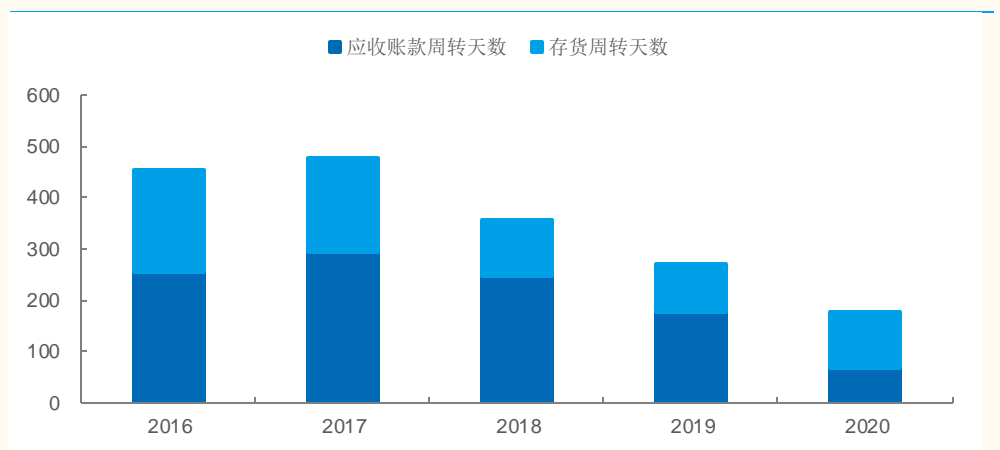
图表 26: 2020 毛利率、净利率为 18.57%、5.81%



来源: 国金证券研究所

- **净营业周期缩短, 营运能力提高。**2020 年公司营业周期为 178.92 天, 同比缩短 91.15 天, 其中存货/应收账款周转天数分别为 111.06/67.86 天。

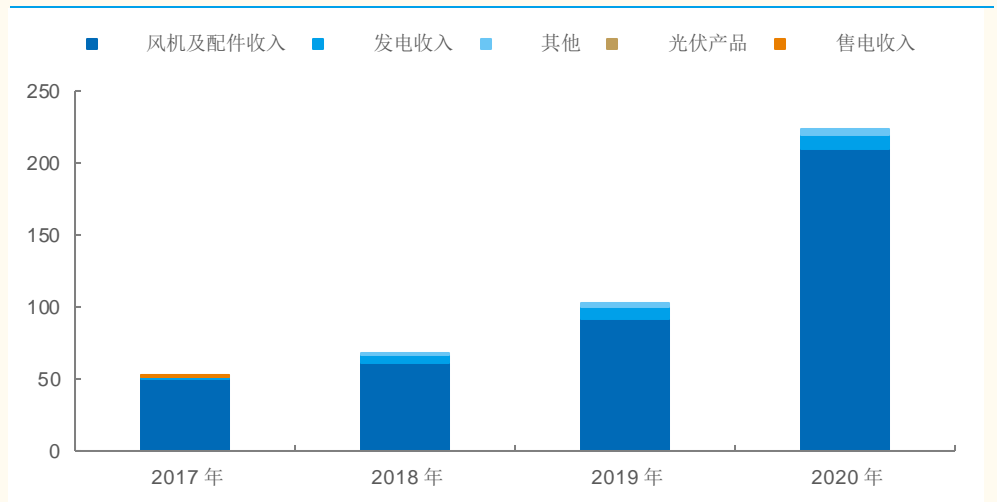
图表 27: 2020 营业周期为 178.92 天



来源: iFind, 国金证券研究所

- **风机销售是第一大主营业务。**从公司的营收和毛利情况可以看出, 风机销售是公司最大的主营业务, 2020 风机及配件销售的营收为 209.47 亿元, 在总营收中的占比为 93.27%, 占比较去年同期上升 3.75 PCT。

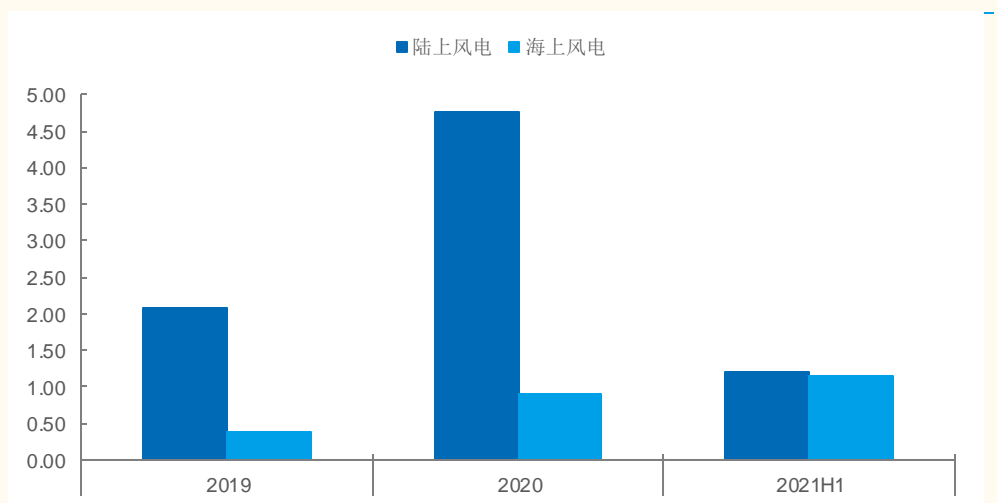
图表 28: 公司营收构成 (单位: 亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

- **公司海风业务增长迅速。**从公司风机对外销售容量看, 2019、2020、2021H1 陆上风电对外销售容量分别为 2GW/4.75GW/1.19GW, 海上风电对外销售容量分别为 0.37GW/0.91GW/1.15GW, 海风业务销售容量占比从 15%提升至 49%。

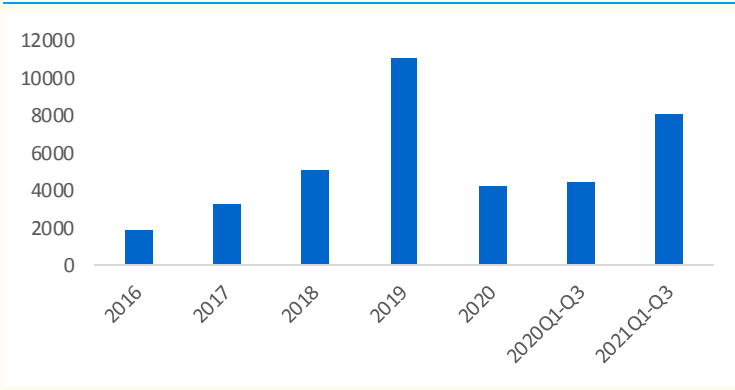
图表 29: 公司风机对外销售容量 (单位: GW)



来源: iFind, 国金证券研究所

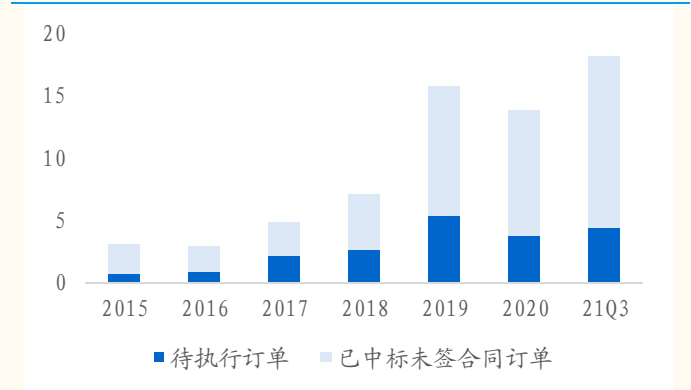
- **公司 2021 年前三季度在手外部订单 18.26 GW。**截至 2021 年前三季度, 公司在手外部订单合计 18.26GW, 较 2020 年底增加 31.55%, 其中, 已签合同待执行订单共计 13.90GW, 中标未签合同订单共计 4.35GW。从公司外部在手订单结构来看, 4MW 及以上机型占比 64%, 5MW 及以上机型占比 59%。

图表 30: 历年与去年同期新增订单情况 (单位: MW)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

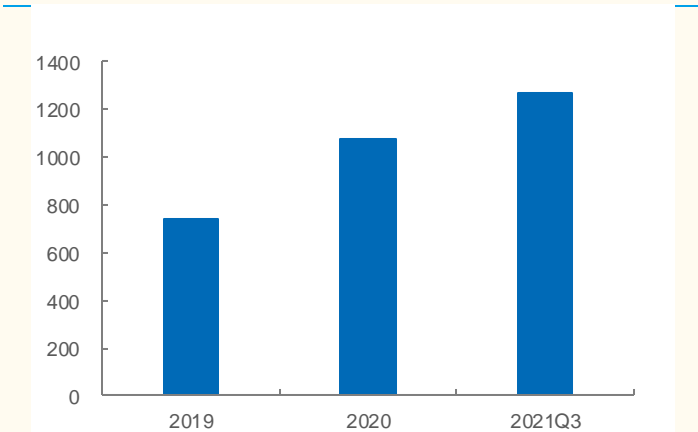
图表 31: 风机在手订单容量 (单位: GW)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

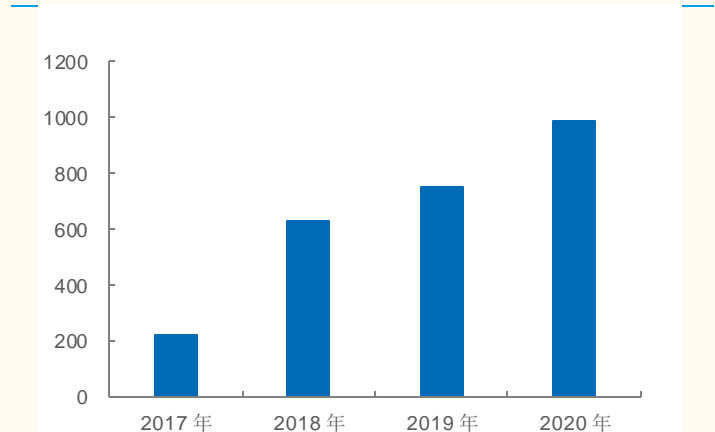
- 截至 2021 年前三季度公司累计并网容量 1265MW。截至 2021 年前三季度, 公司已投资并网装机容量 1265MW, 在建容量 2104MW。2020 年风电场发电收入达 9.9 亿元。

图表 32: 公司累计并网装机容量 (单位: MW)



来源: iFind, 国金证券研究所

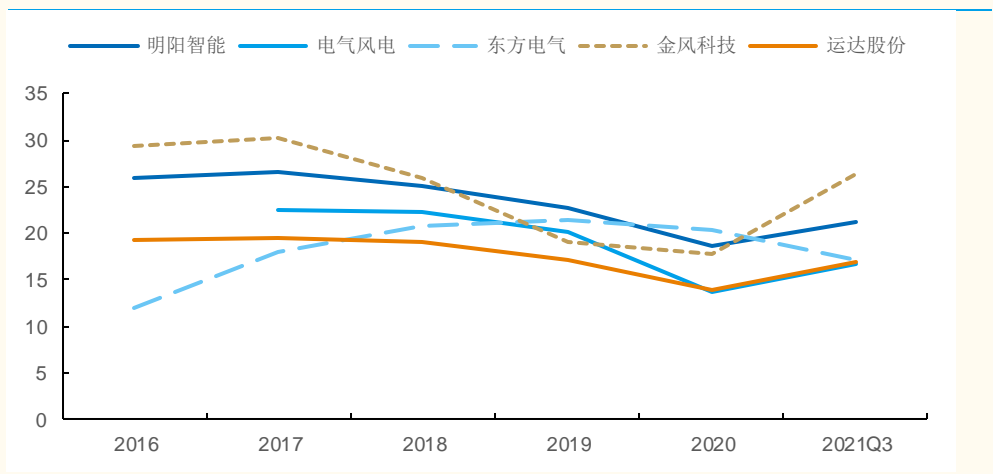
图表 33: 2017-2020 年发电收入 (单位: 百万元)



来源: iFind, 国金证券研究所

- 公司盈利能力较好。对比同行, 公司毛利率长期保持在 20% 以上。

图表 34: 可比公司毛利率对比 (单位: %)



来源: iFind, 国金证券研究所

- **公司定增项目进展顺利，推动公司持续发展。**2022年2月，明阳智能发布公告，公司计划非公开发行股票数量为1.48亿股，募集资金总额约为20亿元，由明阳新能源投资控股集团有限公司认购，由于发行队形能投集团为公司控股股东之一，本次发行不会导致公司控制权变更。本次募集资金全部用于补充流动资金，营运资金将得到进一步充实，有利于提升公司的综合实力，推动公司的可持续发展，维护股东的长远利益。发行完成后，公司主营业务范围、业务收入结构不会发生重大变化。

4、盈利预测和投资建议

- **行业假设：**预计风电行业“十四五”将迎长周期景气，我们预计2022-2025年风电总装机为60/70/78/99GW，其中海风装机为7/12/14/17GW。
- **公司市占率：**我们预计2021-2023年公司总风电装机市占率为14%/16%/19%，其中海风市占率为35%/45%/50%。
- **毛利率：**风机大型化趋势下，风机价格与成本同步下降，预计公司风机产品能保持毛利率水平稳定。
- **费用假设：**受益于规模效应，预计2021-2023年公司期间费用率均出现小幅下滑，其中销售费用率为4.2%/4.0%/4.0%，管理费用率为2.5%/2.0%/2.0%，研发费用率为2.74%/2.50%/2.50%。

图表 35：公司盈利拆分

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
风力发电机 组收入	营收(百万元)	9,238	20,947	25,438	25,275	33,086
	其中：海风产品	2,153	5,004	16,721	12,541	20,304
	1.5MW-2MW	2,812	1,313	511	460	373
	3MW-5MW	4,003	13,981	7,494	11,466	11,351
	毛利(百万元)	1,776	3,538	4,728	5,348	7,106
	毛利率(%)	19%	17%	19%	21%	21%
	其中：海风产品	20%	18%	20%	19%	19%
	1.5MW-2MW	22%	19%	19%	19%	19%
	3MW-5MW	18%	16%	16%	16%	16%
风电场投资 与开发	营收(百万元)	754	990	1,364	1,579	1,795
	毛利(百万元)	486	611	909	1,052	1,196
	毛利率(%)	64%	62%	67%	67%	67%

来源：WIND，国金证券研究所

- 我们预计公司2021-2023年分别实现净利33、35、44亿元，同比分别增长141%、6%、27%，对应EPS 1.70元、1.79元、2.27元。公司当前股价对应三年PE分别为15.4、14.6、11.5倍。根据市盈率法，给予2022年整体18倍估值，目标价32.22元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
002202.SZ	金风科技	13.8	0.52	0.7	0.82	1.09	1.3	23	20	20	12	10
300772.SZ	运达股份	36.7	0.36	0.59	1.45	1.83	2.26	49	28	30	19	16
600875.SH	东方电气	14.46	0.41	0.6	0.79	0.97	1.19	22	17	18	14	12
平均值			0.43	0.63	1.02	1.30	1.58	31	22	23	15	13
601615.SH	明阳智能	24.7	0.52	0.73	1.70	1.79	2.27	24	26	15	15	12

来源: WIND, 国金证券研究所

5、风险提示

- **政策性风险:** 风电产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响, 相关政策的调整变动将会对公司主要产品的生产和销售产生影响。
- **市场竞争风险:** 随着行业集中度的提升; 产品的提质增效、抢占优势资源及扩大市场份额的诉求也将进一步加剧制造企业之间的竞争, 造成机组价格的波动, 从而可能对公司收入、盈利产生一定影响。
- **限售股解禁风险:** 公司股东将于 2022 年 7 月 7 日解禁 583.5 万股, 限售股解禁可能会对股价产生一定影响。
- **大股东减持风险:** 2022 年 2 月公司股东蕙富凯乐减持 1.36% 股份, 如果后续继续出现大股东减持事件可能会对股价产生一定影响。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	6,902	10,493	22,457	27,271	27,558	35,585	货币资金	3,313	10,773	16,333	16,689	19,465	25,324
增长率		52.0%	114.0%	21.4%	1.1%	29.1%	应收款项	6,160	5,879	5,167	6,540	6,609	8,534
主营业务成本	-5,171	-8,116	-18,287	-21,582	-21,989	-28,401	存货	1,445	2,811	8,472	9,934	10,121	13,072
% 销售收入	74.9%	77.3%	81.4%	79.1%	79.8%	79.8%	其他流动资产	745	3,116	3,153	2,466	2,496	3,019
毛利	1,731	2,378	4,170	5,689	5,569	7,185	流动资产	11,663	22,580	33,125	35,629	38,691	49,950
% 销售收入	25.1%	22.7%	18.6%	20.9%	20.2%	20.2%	% 总资产	52.2%	65.1%	64.2%	61.1%	61.8%	66.6%
营业税金及附加	-77	-52	-105	-127	-129	-166	长期投资	2,677	3,037	657	707	707	707
% 销售收入	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	6,223	7,076	10,771	14,575	15,844	17,002
销售费用	-715	-895	-975	-1,139	-1,102	-1,423	% 总资产	27.9%	20.4%	20.9%	25.0%	25.3%	22.7%
% 销售收入	10.4%	8.5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	无形资产	1,127	1,272	1,539	1,593	1,534	1,478
管理费用	-365	-419	-509	-675	-551	-712	非流动资产	10,669	12,116	18,503	22,721	23,931	25,032
% 销售收入	5.3%	4.0%	2.3%	2.5%	2.0%	2.0%	% 总资产	47.8%	34.9%	35.8%	38.9%	38.2%	33.4%
研发费用	-197	-298	-601	-746	-689	-890	资产总计	22,332	34,696	51,628	58,350	62,621	74,982
% 销售收入	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	短期借款	1,747	1,983	1,646	2,175	1,086	1,086
息税前利润 (EBIT)	378	714	1,981	3,002	3,098	3,994	应付款项	6,125	8,153	14,878	16,302	16,594	21,433
% 销售收入	5.5%	6.8%	8.8%	11.0%	11.2%	11.2%	其他流动负债	2,226	8,026	10,520	12,962	13,138	16,632
财务费用	-257	-267	-386	-113	-58	67	流动负债	10,099	18,162	27,045	31,438	30,817	39,150
% 销售收入	3.7%	2.5%	1.7%	0.4%	0.2%	-0.2%	长期贷款	3,106	2,849	3,598	3,598	3,598	3,598
资产减值损失	80	0	0	0	0	0	其他长期负债	4,239	6,593	5,900	4,562	4,574	4,903
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	17,444	27,604	36,543	39,599	38,989	47,652
投资收益	63	290	16	600	750	800	普通股股东权益	4,452	6,721	14,762	18,499	23,449	27,217
% 税前利润	16.4%	38.8%	1.1%	16.1%	19.0%	15.9%	其中：股本	1,104	1,380	1,875	1,956	2,104	2,104
营业利润	380	739	1,579	3,750	3,969	5,039	未分配利润	653	1,246	2,729	5,546	8,524	12,292
营业利润率	5.5%	7.0%	7.0%	13.8%	14.4%	14.2%	少数股东权益	436	371	322	253	183	113
营业外收支	6	9	-102	-12	-12	-12	负债股东权益合计	22,332	34,696	51,628	58,350	62,621	74,982
税前利润	387	748	1,477	3,738	3,956	5,027	比率分析						
利润率	5.6%	7.1%	6.6%	13.7%	14.4%	14.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	36	-86	-173	-491	-520	-661	每股指标						
所得税率	-9.4%	11.5%	11.7%	13.1%	13.1%	13.1%	每股收益	0.386	0.516	0.733	1.695	1.792	2.267
净利润	423	661	1,304	3,246	3,436	4,366	每股净资产	4.033	4.871	7.872	9.456	11.986	13.912
少数股东损益	-3	-51	-70	-70	-70	-70	每股经营现金净流	0.260	4.114	1.863	2.863	1.933	3.844
归属于母公司的净利润	426	713	1,374	3,316	3,506	4,436	每股股利	0.000	0.078	0.110	0.255	0.251	0.317
净利率	6.2%	6.8%	6.1%	12.2%	12.7%	12.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.57%	10.60%	9.31%	17.93%	14.95%	16.30%
净利润	423	661	1,304	3,246	3,436	4,366	总资产收益率	1.91%	2.05%	2.66%	5.68%	5.60%	5.92%
少数股东损益	-3	-51	-70	-70	-70	-70	投入资本收益率	4.04%	4.59%	8.19%	10.44%	9.36%	10.69%
非现金支出	278	454	587	707	890	998	增长率						
非经营收益	185	-54	581	-173	-453	-539	主营业务收入增长率	30.27%	52.03%	114.02%	21.44%	1.05%	29.13%
营运资金变动	-598	4,615	1,020	1,822	194	3,263	EBIT增长率	63.98%	88.98%	177.61%	51.56%	3.21%	28.90%
经营活动现金净流	287	5,676	3,493	5,602	4,067	8,088	净利润增长率	19.64%	67.28%	92.84%	141.33%	5.73%	26.52%
资本开支	-1,643	-2,320	-3,304	-4,785	-2,112	-2,112	总资产增长率	26.63%	55.36%	48.80%	13.02%	7.32%	19.74%
投资	323	343	9	-50	0	0	资产管理能力						
其他	149	-166	-468	600	750	800	应收账款周转天数	145.1	178.1	68.8	62.0	62.0	62.0
投资活动现金净流	-1,172	-2,143	-3,763	-4,235	-1,362	-1,312	存货周转天数	111.6	95.7	112.6	168.0	168.0	168.0
股权募资	38	1,270	5,918	920	1,972	0	应付账款周转天数	143.7	199.6	126.3	163.0	163.0	163.0
债权募资	639	666	-97	-1,122	-1,089	0	固定资产周转天数	274.2	161.9	113.1	131.4	138.9	113.3
其他	408	1,999	-651	-807	-813	-917	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,084	3,935	5,169	-1,010	70	-917	净负债/股东权益	41.43%	-58.31%	-68.33%	-58.22%	-62.55%	-75.52%
现金净流量	200	7,469	4,899	357	2,775	5,859	EBIT利息保障倍数	1.5	2.7	5.1	26.6	53.5	-59.4
							资产负债率	78.11%	79.56%	70.78%	67.86%	62.26%	63.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	6	15	37
增持	2	3	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.54	1.42	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402