

明阳智能 (601615.SH) 增持 (维持评级)

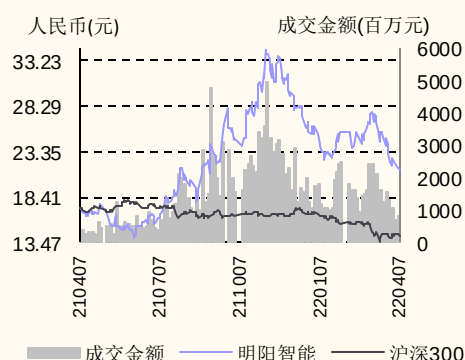
公司点评

市场价格 (人民币): 21.41 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)	450.52
年内股价最高最低(元)	34.60/14.07
沪深 300 指数	4209
上证指数	3237

**Q1 业绩超预期, 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	27,530	36,085
营业收入增长率	52.03%	114.02%	21.44%	0.95%	31.08%
归母净利润(百万元)	713	1,374	3,316	3,745	4,695
归母净利润增长率	67.28%	92.84%	141.33%	12.95%	25.35%
摊薄每股收益(元)	0.516	0.733	1.695	1.914	2.400
每股经营性现金流净额	4.11	1.86	2.86	1.96	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.60%	9.31%	17.93%	15.84%	16.99%
P/E	23.82	25.90	15.40	13.63	10.88
P/B	2.53	2.41	2.76	2.16	1.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2022 年第一季度业绩预增报告, 1Q22 预计实现归母净利润 13-15.5 亿元, 同增 408.02%-505.72%; 1Q22 预计实现扣非归母净利 12.9-15.4 亿元, 同增 440.93%-545.76%, 超预期。

经营分析

- 预计 2022 年全年毛利率将维持在 20%左右。根据公司指引, 预计 2022 年公司风机出货量 8GW, 同增 33% (2021 年公司风机出货指引为 6GW), 其中海/陆风出货分别为 3/5GW。1Q22 公司毛利率持稳, 预计全年毛利率维持在 20%水平。
- 拟伦交所上市, 发力海外业务。4 月, 公司通过《关于公司发行 GDR 并在伦敦证券交易所上市及转为境外募集股份有限公司的议案》, 计划伦交所上市。募集资金拟搭建公司风光储氢矩阵式高端装备制造业体系, 推动公司国际化布局及补充运营资金。
- 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%。

盈利调整与投资建议

- 预计公司 2021 年净利润为 33 亿元, 因 Q1 业绩超预期, 我们上调 2022-2023 年盈利预测至 37 亿元 (+7%), 47 亿元 (+6%), 同比去年分别增长 141%、13%、25%, 对应 EPS 1.70 元、1.91 元、2.40 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 15.4、13.6、10.9 倍, 维持“增持”评级。

风险

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

相关报告

1. 《大兆瓦海风龙头, 订单饱满支撑高成长-明阳智能深度报告》, 2022.3.28

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

胡竞楠 联系人
hujingnan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	6,902	10,493	22,457	27,271	27,530	36,085
增长率		52.0%	114.0%	21.4%	0.9%	31.1%
主营业务成本	-5,171	-8,116	-18,287	-21,582	-21,940	-28,767
% 销售收入	74.9%	77.3%	81.4%	79.1%	79.7%	79.7%
毛利	1,731	2,378	4,170	5,689	5,590	7,318
% 销售收入	25.1%	22.7%	18.6%	20.9%	20.3%	20.3%
营业税金及附加	-77	-52	-105	-127	-128	-168
% 销售收入	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-715	-895	-975	-1,139	-1,101	-1,443
% 销售收入	10.4%	8.5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%
管理费用	-365	-419	-509	-675	-551	-722
% 销售收入	5.3%	4.0%	2.3%	2.5%	2.0%	2.0%
研发费用	-197	-298	-601	-746	-688	-902
% 销售收入	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	378	714	1,981	3,002	3,121	4,082
% 销售收入	5.5%	6.8%	8.8%	11.0%	11.3%	11.3%
财务费用	-257	-267	-386	-113	-55	77
% 销售收入	3.7%	2.5%	1.7%	0.4%	0.2%	-0.2%
资产减值损失	80	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	63	290	16	600	1,000	1,000
% 税前利润	16.4%	38.8%	1.1%	16.1%	23.6%	18.8%
营业利润	380	739	1,579	3,750	4,244	5,337
营业利润率	5.5%	7.0%	7.0%	13.8%	15.4%	14.8%
营业外收支	6	9	-102	-12	-12	-12
税前利润	387	748	1,477	3,738	4,232	5,325
利润率	5.6%	7.1%	6.6%	13.7%	15.4%	14.8%
所得税	36	-86	-173	-491	-556	-700
所得税率	-9.4%	11.5%	11.7%	13.1%	13.1%	13.1%
净利润	423	661	1,304	3,246	3,676	4,625
少数股东损益	-3	-51	-70	-70	-70	-70
归属于母公司的净利润	426	713	1,374	3,316	3,745	4,695
净利率	6.2%	6.8%	6.1%	12.2%	13.6%	13.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	423	661	1,304	3,246	3,676	4,625
少数股东损益	-3	-51	-70	-70	-70	-70
非现金支出	278	454	587	707	890	998
非经营收益	185	-54	581	-173	-703	-739
营运资金变动	-598	4,615	1,020	1,822	255	3,462
经营活动现金净流	287	5,676	3,493	5,602	4,118	8,347
资本开支	-1,643	-2,320	-3,304	-4,785	-2,112	-2,112
投资	323	343	9	-50	0	0
其他	149	-166	-468	600	1,000	1,000
投资活动现金净流	-1,172	-2,143	-3,763	-4,235	-1,112	-1,112
股权筹资	38	1,270	5,918	920	1,972	0
债权筹资	639	666	-97	-1,122	-1,089	0
其他	408	1,999	-651	-807	-849	-956
筹资活动现金净流	1,084	3,935	5,169	-1,010	34	-956
现金净流量	200	7,469	4,899	357	3,040	6,279

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,313	10,773	16,333	16,689	19,729	26,008
应收款项	6,160	5,879	5,167	6,540	6,602	8,654
存货	1,445	2,811	8,472	9,934	10,098	13,241
其他流动资产	745	3,116	3,153	2,466	2,492	3,050
流动资产	11,663	22,580	33,125	35,629	38,922	50,953
% 总资产	52.2%	65.1%	64.2%	61.1%	61.9%	67.1%
长期投资	2,677	3,037	657	707	707	707
固定资产	6,223	7,076	10,771	14,575	15,844	17,002
% 总资产	27.9%	20.4%	20.9%	25.0%	25.2%	22.4%
无形资产	1,127	1,272	1,539	1,593	1,534	1,478
非流动资产	10,669	12,116	18,503	22,721	23,931	25,032
% 总资产	47.8%	34.9%	35.8%	38.9%	38.1%	32.9%
资产总计	22,332	34,696	51,628	58,350	62,853	75,985
短期借款	1,747	1,983	1,646	2,175	1,086	1,086
应付款项	6,125	8,153	14,878	16,302	16,557	21,710
其他流动负债	2,226	8,026	10,520	12,962	13,204	16,914
流动负债	10,099	18,162	27,045	31,438	30,847	39,710
长期贷款	3,106	2,849	3,598	3,598	3,598	3,598
其他长期负债	4,239	6,593	5,900	4,562	4,573	4,924
负债	17,444	27,604	36,543	39,599	39,018	48,232
普通股股东权益	4,452	6,721	14,762	18,499	23,652	27,640
其中：股本	1,104	1,380	1,875	1,956	2,104	2,104
未分配利润	653	1,246	2,729	5,546	8,727	12,715
少数股东权益	436	371	322	253	183	113
负债股东权益合计	22,332	34,696	51,628	58,350	62,853	75,985

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.386	0.516	0.733	1.695	1.914	2.400
每股净资产	4.033	4.871	7.872	9.456	12.090	14.129
每股经营现金净流	0.260	4.114	1.863	2.863	1.957	3.967
每股股利	0.000	0.078	0.110	0.255	0.268	0.336
回报率						
净资产收益率	9.57%	10.60%	9.31%	17.93%	15.84%	16.99%
总资产收益率	1.91%	2.05%	2.66%	5.68%	5.96%	6.18%
投入资本收益率	4.04%	4.59%	8.19%	10.44%	9.36%	10.78%
增长率						
主营业务收入增长率	30.27%	52.03%	114.02%	21.44%	0.95%	31.08%
EBIT增长率	63.98%	88.98%	177.61%	51.56%	3.97%	30.79%
净利润增长率	19.64%	67.28%	92.84%	141.33%	12.95%	25.35%
总资产增长率	26.63%	55.36%	48.80%	13.02%	7.72%	20.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	145.1	178.1	68.8	62.0	62.0	62.0
存货周转天数	111.6	95.7	112.6	168.0	168.0	168.0
应付账款周转天数	143.7	199.6	126.3	163.0	163.0	163.0
固定资产周转天数	274.2	161.9	113.1	131.4	139.0	111.7
偿债能力						
净负债/股东权益	41.43%	-58.31%	-68.33%	-58.22%	-63.12%	-76.84%
EBIT利息保障倍数	1.5	2.7	5.1	26.6	56.5	-53.0
资产负债率	78.11%	79.56%	70.78%	67.86%	62.08%	63.48%

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	1	5	12	37
增持	1	6	8	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.86	1.62	1.50	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-28	增持	23.03	28.00 ~ 34.00

来源：国金证券研究所

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