

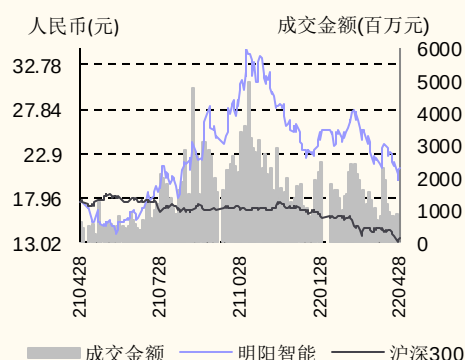
明阳智能 (601615.SH) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 21.25 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)	447.15
年内股价最高最低(元)	34.60/14.07
沪深 300 指数	3921
上证指数	2975

**风机毛利率维持高水平，电站滚动开发获高收益****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,457	27,158	31,875	38,169	41,657
营业收入增长率	114.02%	20.93%	17.37%	19.75%	9.14%
归母净利润(百万元)	1,374	3,101	3,790	4,720	5,434
归母净利润增长率	92.84%	125.69%	22.21%	24.54%	15.13%
摊薄每股收益(元)	0.733	1.585	1.801	2.243	2.582
每股经营性现金流净额	1.94	2.76	4.03	3.83	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.31%	16.86%	16.07%	17.05%	16.78%
P/E	25.90	16.47	11.80	9.47	8.23
P/B	2.41	2.78	1.90	1.62	1.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 4 月 28 日，公司发布 2022 年第一季度报告。报告期内公司实现营收 71.26 亿元，同增 63.4%；实现归母净利润 14.08 亿元，同增 398.53%；实现扣非归母净利 14.21 亿元，同增 435.94%；EPS0.68 元，ROE6.65%，为预增公告中值水平。

经营分析

- **高毛利海风产品+机组大型化降本维持风机高毛利水平。**参照公司历史营收结构可知，机组销售收入占比为 90%左右，发电业务营收占比为 5%-10%。发电业务历史保持 65%左右的毛利率水平，由此我们可以推算出，1Q22 风机机组毛利率达 20%+，同环比提升，主要原因为高毛利海风产品的销售以及机组大型化降本。预计未来随着机组大型化降本进一步推进，公司全年机组毛利率将维持在 18%水平。
- **发电业务高效运营，电站滚动开发持续获投资收益。**据能源局数据统计，1-2 月风电利用小时数为 323 小时，同比下降 23%，单 3 月为 232 小时，同比上升 16%。1-2 月行业风速略有下降，3 月已回复正常，公司发电业务持稳高效运营。1Q22 公司投资收益为 5.66 亿元，去年同期为 0.47 亿元，同比大幅增加，主要为出售电站带来的收益。
- **利润率迎增长，期间费用呈下降趋势。**1Q22 公司毛利率和净利率分别为 26.49%/19.67%，同比分别变化 5.57/14.03PCT。期间费用方面，1Q22 公司期间费用率 9.55%，较去年同期变化-3.1PCT，其中销售费用率、管理费用率（含研发费用）、财务费用率分别为 4.07%/4.84%/0.64%，较去年同期分别变化-1.56/-1.84/+0.30 PCT。

盈利调整与投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利 38、47、54 亿元，同比分别增长 22%、25%、15%，当前股价对应三年 PE 分别为 12、9、8 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.《海风机组销量高增，业绩符合预期-明阳智能业绩点评》，2022.4.15
- 2.《Q1 业绩超预期，订单饱满支撑高成长-明阳智能业绩快评》，2022.4.7
- 3.《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）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,493	22,457	27,158	31,875	38,169	41,657
增长率		114.0%	20.9%	17.4%	19.7%	9.1%
主营业务成本	-8,116	-18,287	-21,338	-25,366	-30,226	-32,777
% 销售收入	77.3%	81.4%	78.6%	79.6%	79.2%	78.7%
毛利	2,378	4,170	5,820	6,509	7,944	8,880
% 销售收入	22.7%	18.6%	21.4%	20.4%	20.8%	21.3%
营业税金及附加	-52	-105	-216	-255	-305	-333
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-895	-975	-1,184	-1,307	-1,565	-1,666
% 销售收入	8.5%	4.3%	4.4%	4.1%	4.1%	4.0%
管理费用	-419	-509	-672	-669	-763	-833
% 销售收入	4.0%	2.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%
研发费用	-298	-601	-872	-956	-1,145	-1,250
% 销售收入	2.8%	2.7%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	714	1,981	2,875	3,322	4,165	4,797
% 销售收入	6.8%	8.8%	10.6%	10.4%	10.9%	11.5%
财务费用	-267	-386	-255	-204	-226	-198
% 销售收入	2.5%	1.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	68	0	0	0
投资收益	290	16	918	1,100	1,400	1,600
% 税前利润	38.8%	1.1%	25.6%	25.1%	25.4%	25.1%
营业利润	739	1,579	3,623	4,418	5,539	6,399
营业利润率	7.0%	7.0%	13.3%	13.9%	14.5%	15.4%
营业外收支	9	-102	-34	-33	-33	-33
税前利润	748	1,477	3,589	4,385	5,506	6,366
利润率	7.1%	6.6%	13.2%	13.8%	14.4%	15.3%
所得税	-86	-173	-630	-745	-936	-1,082
所得税率	11.5%	11.7%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	661	1,304	2,959	3,640	4,570	5,284
少数股东损益	-51	-70	-142	-150	-150	-150
归属于母公司的净利润	713	1,374	3,101	3,790	4,720	5,434
净利率	6.8%	6.1%	11.4%	11.9%	12.4%	13.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	661	1,304	2,959	3,640	4,570	5,284
少数股东损益	-51	-70	-142	-150	-150	-150
非现金支出	533	725	1,227	1,009	1,230	1,452
非经营收益	-54	581	-350	-796	-527	-1,263
营运资金变动	4,615	1,020	1,561	4,634	2,778	1,532
经营活动现金净流	5,755	3,631	5,398	8,486	8,051	7,004
资本开支	-2,320	-3,304	-7,380	-2,911	-2,908	-2,908
投资	343	9	-1,677	0	0	0
其他	-166	-468	2,122	1,100	1,400	1,600
投资活动现金净流	-2,143	-3,763	-6,935	-1,811	-1,508	-1,308
股权筹资	1,270	5,918	58	1,972	0	0
债权筹资	666	-97	888	-2,821	0	0
其他	1,997	-651	-1,582	-883	-939	-1,041
筹资活动现金净流	3,933	5,169	-636	-1,732	-939	-1,041
现金净流量	7,548	5,037	-2,187	4,943	5,605	4,656

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,773	16,333	14,071	18,936	24,484	29,099
应收款项	5,879	5,167	7,900	7,656	9,168	10,006
存货	2,811	8,472	9,604	10,744	12,802	13,883
其他流动资产	3,116	3,153	6,051	2,149	2,431	2,582
流动资产	22,580	33,125	37,626	39,485	48,885	55,569
% 总资产	65.1%	64.2%	61.2%	60.5%	64.5%	66.3%
长期投资	3,037	657	1,147	1,147	1,147	1,147
固定资产	7,076	10,771	10,938	12,894	14,624	16,127
% 总资产	20.4%	20.9%	17.8%	19.8%	19.3%	19.2%
无形资产	1,272	1,539	1,413	1,326	1,258	1,194
非流动资产	12,116	18,503	23,867	25,736	26,848	28,271
% 总资产	34.9%	35.8%	38.8%	39.5%	35.5%	33.7%
资产总计	34,696	51,628	61,493	65,221	75,733	83,841
短期借款	1,983	1,646	1,218	1,120	1,120	1,120
应付款项	8,153	14,878	21,531	21,607	25,745	27,917
其他流动负债	8,026	10,520	10,501	12,084	14,286	15,555
流动负债	18,162	27,045	33,250	34,811	41,151	44,592
长期贷款	2,849	3,598	3,439	3,439	3,439	3,439
其他长期负债	6,593	5,900	6,310	3,433	3,666	3,786
负债	27,604	36,543	42,999	41,683	48,256	51,817
普通股股东权益	6,721	14,762	18,395	23,588	27,677	32,374
其中：股本	1,380	1,875	1,956	2,104	2,104	2,104
未分配利润	1,246	2,729	5,376	8,597	12,686	17,383
少数股东权益	371	322	100	-50	-200	-350
负债股东权益合计	34,696	51,628	61,493	65,221	75,733	83,841

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.516	0.733	1.585	1.801	2.243	2.582
每股净资产	4.871	7.872	9.403	11.210	13.153	15.385
每股经营现金净流	4.171	1.936	2.759	4.033	3.826	3.329
每股股利	0.080	0.110	0.220	0.270	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	10.60%	9.31%	16.86%	16.07%	17.05%	16.78%
总资产收益率	2.05%	2.66%	5.04%	5.81%	6.23%	6.48%
投入资本收益率	4.59%	8.19%	9.50%	9.23%	10.23%	10.38%
增长率						
主营业务收入增长率	52.03%	114.02%	20.93%	17.37%	19.75%	9.14%
EBIT增长率	88.98%	177.61%	45.15%	15.55%	25.37%	15.19%
净利润增长率	67.28%	92.84%	125.69%	22.21%	24.54%	15.13%
总资产增长率	55.36%	48.80%	19.11%	6.06%	16.12%	10.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	178.1	68.8	64.3	64.3	64.3	64.3
存货周转天数	95.7	112.6	154.6	154.6	154.6	154.6
应付账款周转天数	199.6	126.3	154.2	154.2	154.2	154.2
固定资产周转天数	161.9	113.1	128.3	128.3	120.8	121.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.31%	-68.33%	-44.09%	-55.73%	-67.93%	-72.70%
EBIT利息保障倍数	2.7	5.1	11.3	16.3	18.4	24.2
资产负债率	79.56%	70.78%	69.92%	63.91%	63.72%	61.80%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	8	10	13	37
增持	2	11	14	17	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.58	1.58	1.57	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
2	2022-04-07	增持	21.66	32.22
3	2022-04-15	增持	23.42	32.22

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