

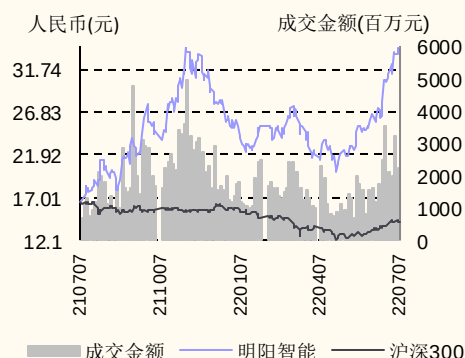
明阳智能 (601615.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 34.36 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	21.04
已上市流通 A 股(亿股)	19.39
总市值(亿元)	722.86
年内股价最高最低(元)	34.36/16.44
沪深 300 指数	4443
上证指数	3364

**2022 业绩符合预期，布局双馈机型加强成本竞争优势**

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	27,807	32,866	37,943
营业收入增长率	114.02%	20.93%	2.39%	18.19%	15.45%
归母净利润(百万元)	1,374	3,101	3,742	4,580	5,228
归母净利润增长率	92.84%	125.69%	20.66%	22.40%	14.15%
摊薄每股收益(元)	0.733	1.585	1.779	2.177	2.485
每股经营性现金流净额	1.94	2.76	3.08	3.46	3.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.31%	16.86%	15.90%	16.66%	16.35%
P/E	25.90	16.47	19.32	15.78	13.83
P/B	2.41	2.78	3.07	2.63	2.26

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 7 月 7 日，公司发布 2022 年半年度业绩预增报告，2Q22 预计实现归母净利 7.92-11.22 亿元，同增 1%-43%；2Q22 预计实现扣非归母净利 7.29-10.59 亿元，同比变化-7%-+35%，符合预期。

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 30%+，其中海/陆风出货分别为 3/5GW。预计全年毛利率将维持在 20%水平。
- 拟伦交所上市，发力海外业务。7 月，公司收到证监会出具的《关于核准明阳智慧能源集团股份有限公司首次公开发行全球存托凭证 (GDR) 并在伦敦证券交易所上市的批复》。拟募集资金总额达 5.5 亿美元，其中主要用途为：1) 约 60%的募集资金净额将用于提升集团风机制造和销售能力，包括研究、制造和销售集团风机；2) 约 20%的募集资金净额将用于促进集团的国际化战略；3) 约 10%的募集资金净额将用于提升集团的光伏、储能和氢能实力；4) 约 10%的募集资金净额将用于营运资金和一般企业用途。
- 公司布局双馈机型，进一步加强成本竞争优势。公司持续拓宽技术领域，布局双馈技术路线，进一步扩大其成本竞争优势。此外，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%，2021 年为 61%、39%。据 CWEA 统计，2019 年公司国内海风市占率约为 19%，2021 年提升至 26%。据我们测算，预计 2022 年公司海风市占率将进一步提升至 43%。

盈利调整与投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利 37.42、45.80 和 52.28 亿元，同比去年分别增长 21%、22%、14%，对应 EPS 1.78 元、2.18 元、2.49 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 19.3、15.8、13.8 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

- 《风机毛利率维持高水平电站滚动开发获高收益-明阳智能一季报点评》，2022.4.20
- 《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
- 《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
- 《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	27,807	32,866	37,943
增长率		114.0%	20.9%	2.4%	18.2%	15.4%
主营业务成本	-8,116	-18,287	-21,338	-21,971	-25,604	-29,627
% 销售收入	77.3%	81.4%	78.6%	79.0%	77.9%	78.1%
毛利	2,378	4,170	5,820	5,836	7,263	8,316
% 销售收入	22.7%	18.6%	21.4%	21.0%	22.1%	21.9%
营业税金及附加	-52	-105	-216	-222	-263	-304
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-895	-975	-1,184	-1,112	-1,315	-1,518
% 销售收入	8.5%	4.3%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-419	-509	-672	-584	-657	-759
% 销售收入	4.0%	2.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%
研发费用	-298	-601	-872	-834	-986	-1,138
% 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	3,083	4,042	4,597
% 销售收入	6.8%	8.8%	10.6%	11.1%	12.3%	12.1%
财务费用	-267	-386	-255	-222	-271	-246
% 销售收入	2.5%	1.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.6%
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	1,300	1,400	1,600
% 税前利润	38.8%	1.1%	25.6%	30.0%	26.2%	26.2%
营业利润	739	1,579	3,623	4,360	5,370	6,151
营业利润率	7.0%	7.0%	13.3%	15.7%	16.3%	16.2%
营业外收支	9	-102	-34	-33	-33	-33
税前利润	748	1,477	3,589	4,327	5,337	6,118
利润率	7.1%	6.6%	13.2%	15.6%	16.2%	16.1%
所得税	-86	-173	-630	-736	-907	-1,040
所得税率	11.5%	11.7%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	661	1,304	2,959	3,592	4,430	5,078
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	3,742	4,580	5,228
净利率	6.8%	6.1%	11.4%	13.5%	13.9%	13.8%

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	3,592	4,430	5,078
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	-996	-527	-1,263
营运资金变动	4,615	1,020	1,561	2,875	2,148	2,257
经营活动现金净流	5,755	3,631	5,398	6,480	7,281	7,524
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	1,300	1,400	1,600
投资活动现金净流	-2,143	-3,763	-6,935	-1,611	-1,508	-1,308
股权募资	1,270	5,918	58	1,972	0	0
债权募资	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	3,137	4,834	5,175

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	17,130	21,907	27,042
应收款项	5,879	5,167	7,900	6,679	7,894	9,114
存货	2,811	8,472	9,604	9,306	10,845	12,549
其他流动资产	3,116	3,153	6,051	1,959	2,177	2,407
流动资产	22,580	33,125	37,626	35,074	42,823	51,111
% 总资产	65.1%	64.2%	61.2%	57.7%	61.5%	64.4%
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%	21.2%	21.0%	20.3%
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%	42.3%	38.5%	35.6%
资产总计	34,696	51,628	61,493	60,810	69,671	79,382
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	18,715	21,810	25,237
其他流动负债	8,026	10,520	10,501	10,800	12,591	14,342
流动负债	18,162	27,045	33,250	30,635	35,521	40,699
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	3,246	3,422	3,615
负债	27,604	36,543	42,999	37,320	42,382	47,752
普通股股东权益	6,721	14,762	18,395	23,540	27,489	31,980
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	8,549	12,498	16,989
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	60,810	69,671	79,382

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.516	0.733	1.585	1.779	2.177	2.485
每股净资产	4.871	7.872	9.403	11.190	13.066	15.201
每股经营现金净流	4.171	1.936	2.759	3.079	3.460	3.575
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%	15.90%	16.66%	16.35%
总资产收益率	2.05%	2.66%	5.04%	6.15%	6.57%	6.59%
投入资本收益率	4.59%	8.19%	9.50%	8.58%	9.98%	10.06%
增长率						
主营业务收入增长率	52.03%	114.02%	20.93%	2.39%	18.19%	15.45%
EBIT增长率	88.98%	177.61%	45.15%	7.23%	31.10%	13.75%
净利润增长率	67.28%	92.84%	125.69%	20.66%	22.40%	14.15%
总资产增长率	55.36%	48.80%	19.11%	-1.11%	14.57%	13.94%
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	147.1	140.3	133.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.31%	-68.33%	-44.09%	-48.15%	-58.96%	-67.10%
EBIT利息保障倍数	2.7	5.1	11.3	13.9	14.9	18.7
资产负债率	79.56%	70.78%	69.92%	61.37%	60.83%	60.15%

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	3	6	8	20	32
增持	0	3	7	20	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.47	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
2	2022-04-07	增持	21.66	32.22
3	2022-04-15	增持	23.42	32.22
4	2022-04-29	增持	21.25	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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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