

明阳智能(601615.SH)

风机业务盈利水平突出，新增订单规模行业领先

推荐（维持）

股价：27.72元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.mywind.com.cn
大股东/持股	香港中央结算有限公司/12.57%
实际控制人	吴玲,张传卫,张瑞
总股本(百万股)	2,272
流通A股(百万股)	2,107
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	630
流通A股市值(亿元)	584
每股净资产(元)	9.88
资产负债率(%)	63.4

行情走势图



证券分析师

皮秀
投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 半年报，实现营业收入 142.38 亿元，同比增长 27.18%，归母净利润 24.48 亿元，同比增长 124.49%，扣非后净利润 23.01 亿元，同比增长 114.61%，EPS 1.08 元。二季度，公司实现营收 71.12 亿元，同比增长 4.07%，归母净利润 10.39 亿元，同比增长 28.66%。

平安观点：

- **风机业务量利齐升以及投资收益增加推动公司业绩大增。**上半年公司业绩实现翻倍以上增长，一方面，公司风机业务实现量利齐升，上半年风电机组及相关配件收入 132.41 亿元，同比增长 29.12%，毛利率 24.05%，同比上升 6.15 个百分点；另一方面，上半年公司出售了合计容量 300MW 的风电项目，推动投资收益同比增加约 5.9 亿元。整体看，上半年公司风机相关业务的盈利水平明显高于主要竞争对手。
- **出货量和新增订单大幅增长，在手订单饱满。**上半年，公司实现风电机组对外销售 3.45GW，同比增长 47.63%，其中，陆上风机出货量 2181MW，同比增长 83%，海上风机出货量约 1276MW，同比增长 11%；按机组容量来看，6.XMW 及以上机型占比超过 29%，8.XMW 机型进入规模交付周期，占比超过 7%。上半年，公司新增订单 9.14GW，同比增长 104.06%，根据 WoodMac 的统计，公司 2022 年上半年新签订单规模行业领先；截至上半年，公司风机在手订单总容量约 24.76GW，较 2021 年底增加 5.68GW，创历史新高。
- **电站业务稳步推进，后续盈利贡献有望持续增长。**上半年公司在运营的新能源电站共实现发电量 14.87 亿度，同比下降 2.6%；实现电站运营收入 7.03 亿元，同比降低 6.64%；电站运营业务毛利率为 64.18%，同比降低 9.17 个百分点。截至上半年公司在运营的新能源电站装机容量 1.26GW，较年初略有增加，在建装机容量 2.26GW。随着在建项目的陆续投产，电站运营或转让的业绩贡献有望持续增加。
- **加快拓展海外业务，在欧洲海风市场实现突破。**上半年，公司完成意大利

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,457	27,158	30,352	37,310	46,489
YOY(%)	114.0	20.9	11.8	22.9	24.6
净利润(百万元)	1,374	3,101	4,153	4,163	5,330
YOY(%)	92.8	125.7	33.9	0.2	28.0
毛利率(%)	18.6	21.4	23.8	21.2	21.7
净利率(%)	6.1	11.4	13.7	11.2	11.5
ROE(%)	9.3	16.9	14.4	12.8	14.4
EPS(摊薄/元)	0.60	1.36	1.83	1.83	2.35
P/E(倍)	45.8	20.3	15.2	15.1	11.8
P/B(倍)	4.3	3.4	2.2	1.9	1.7

Beledico 30MW 海上风电项目的交付，实现中国企业在欧洲海上风机市场的重大突破；在东南亚，公司供货的越南金瓯 375MW 海上风电项目开始交付。新增订单方面，2022 年以来公司共计新签订海外订单 262MW。2022 年 5 月，公司与韩国风机制造厂商、风力发电企业 Unison 有限公司签署了战略合作协议，将与 Unison 在多方面共同扩大韩国本地以及海外海上风电业务，推动研发和优化适用于韩国市场的固定式和漂浮式海上机型。

- **投资建议。**考虑风机业务盈利水平好于预期，调整公司盈利预测，预计 2022-2023 年归母净利润 41.53、41.63 亿元（原预测值 37.41、41.59 亿元），对应的动态 PE 分别为 15.2、15.1 倍。公司风机业务具有较强的竞争力，新能源运营业务有望持续增长，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）海上风电需求受政策等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）2022 年以来海上风机招标价格大幅下降，公司海上风机产品毛利率可能承压。（3）国内海上风机竞争加剧和公司市占份额下降的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	37,626	46,571	56,027	68,097
现金	14,071	21,475	25,910	31,804
应收票据及应收账款	7,923	8,324	9,722	11,477
其他应收款	507	567	697	868
预付账款	500	582	716	892
存货	9,604	10,012	12,086	14,463
其他流动资产	5,020	5,611	6,897	8,594
非流动资产	23,867	27,581	29,825	31,710
长期投资	564	596	629	662
固定资产	9,903	11,656	14,943	17,311
无形资产	894	900	902	902
其他非流动资产	12,506	14,428	13,351	12,835
资产总计	61,493	74,152	85,852	99,807
流动负债	33,250	35,568	44,422	54,775
短期借款	98	0	0	0
应付票据及应付账款	19,438	20,848	26,106	32,020
其他流动负债	13,714	14,720	18,316	22,755
非流动负债	9,749	9,711	9,051	8,153
长期借款	4,984	4,946	4,286	3,388
其他非流动负债	4,765	4,765	4,765	4,765
负债合计	42,999	45,279	53,473	62,928
少数股东权益	100	26	-47	-131
股本	1,956	2,272	2,272	2,272
资本公积	10,667	17,231	17,231	17,231
留存收益	5,771	9,343	12,923	17,507
归属母公司股东权益	18,395	28,846	32,426	37,010
负债和股东权益	61,493	74,152	85,852	99,807

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,342	5,675	9,071	10,875
净利润	2,959	4,079	4,090	5,246
折旧摊销	832	1,319	1,788	2,148
财务费用	255	181	141	85
投资损失	-918	-933	-933	-933
营运资金变动	1,561	876	3,833	4,177
其他经营现金流	653	152	152	152
投资活动现金流	-6,935	-4,252	-3,252	-3,252
资本支出	7,741	5,000	4,000	4,000
长期投资	-2,682	0	0	0
其他投资现金流	-11,994	-9,252	-7,252	-7,252
筹资活动现金流	-636	5,982	-1,384	-1,729
短期借款	-51	-98	0	0
长期借款	604	-37	-660	-898
其他筹资现金流	-1,189	6,118	-724	-831
现金净增加额	-2,242	7,404	4,435	5,894

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,158	30,352	37,310	46,489
营业成本	21,338	23,128	29,408	36,407
税金及附加	216	197	243	302
营业费用	1,184	1,324	1,604	1,953
管理费用	672	751	895	1,092
研发费用	872	941	1,119	1,348
财务费用	255	181	141	85
资产减值损失	-201	-182	-224	-279
信用减值损失	-140	-152	-168	-186
其他收益	359	300	300	300
公允价值变动收益	68	0	0	0
投资净收益	918	933	933	933
资产处置收益	-1	3	3	3
营业利润	3,623	4,731	4,743	6,072
营业外收入	22	17	17	17
营业外支出	56	60	60	60
利润总额	3,589	4,689	4,701	6,030
所得税	630	610	611	784
净利润	2,959	4,079	4,090	5,246
少数股东损益	-142	-73	-74	-84
归属母公司净利润	3,101	4,153	4,163	5,330
EBITDA	4,676	6,189	6,630	8,263
EPS (元)	1.36	1.83	1.83	2.35

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	20.9	11.8	22.9	24.6
营业利润(%)	129.5	30.6	0.2	28.0
归属于母公司净利润(%)	125.7	33.9	0.2	28.0
获利能力				
毛利率(%)	21.4	23.8	21.2	21.7
净利率(%)	11.4	13.7	11.2	11.5
ROE(%)	16.9	14.4	12.8	14.4
ROIC(%)	57.8	36.7	28.7	38.5
偿债能力				
资产负债率(%)	69.9	61.1	62.3	63.0
净负债比率(%)	-48.6	-57.2	-66.8	-77.1
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.7	0.9	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.4	3.7	3.8	4.1
应付账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.83	1.83	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	2.50	3.99	4.79
每股净资产(最新摊薄)	8.10	12.70	14.27	16.29
估值比率				
P/E	20.3	15.2	15.1	11.8
P/B	3.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.5	7.9	6.7	4.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033