

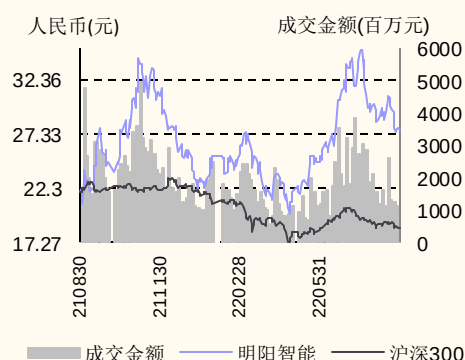
明阳智能 (601615.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 27.72 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.72
已上市流通 A 股(亿股)	21.07
总市值(亿元)	629.82
年内股价最高最低(元)	35.24/19.87
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227

**持续斩获海陆订单，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	28,130	32,866	37,943
营业收入增长率	114.02%	20.93%	3.58%	16.84%	15.45%
归母净利润(百万元)	1,374	3,101	3,948	4,608	5,270
归母净利润增长率	92.84%	125.69%	27.31%	16.73%	14.37%
摊薄每股收益(元)	0.733	1.585	1.738	2.028	2.320
每股经营性现金流净额	1.94	2.76	3.06	3.25	3.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.31%	16.86%	13.81%	14.18%	14.25%
P/E	25.90	16.47	15.95	13.67	11.95
P/B	2.41	2.78	2.20	1.94	1.70

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 8 月 30 日，公司发布 2022 年半年度业绩报告。2Q22 预计实现归母净利 10.39 亿元，同增 28.66%；2Q22 预计实现扣非归母净利 8.81 亿元，同比变化 12.19%，为业绩预告偏上限。

经营分析

- **1H22 风机共出货 3.46GW，毛利率达 24.05%。**2022 年上半年，公司风机共出货 3.46GW，同比增长 48%，其中海风机组出货 1.28GW，同比增长 11%，海风出货占比达 37%。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%。风机业务毛利率达 24.05%，同比增长 6.15PCT，主要得益于大型化下公司持续降本。
- **1H22 公司新增订单 9.14GW，在手订单创历史新高。**2022 年上半年，公司新增订单 9.14GW，同比上升 104.06%。根据 WoodMac 的统计，公司 2022 年上半年新签订单规模位居行业第一，新签订单市占率超过了 20%。截至 2022 年 6 月底，公司风机在手订单总容量约 24.76GW，创历史新高。
- **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 39.48、46.08 和 52.70 亿元，同比去年分别增长 27%、17%、14%，对应 EPS 1.74 元、2.03 元、2.32 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 15.9、13.7、11.9 倍，维持“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

相关报告

- 1.《业绩符合预期布局双馈机型加强成本竞争优势-2Q22 明阳智能业绩点评》，2022.7.9
- 2.《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》，2022.4.29
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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	28,130	32,866	37,943
增长率		114.0%	20.9%	3.6%	16.8%	15.4%
主营业务成本	-8,116	-18,287	-21,338	-21,979	-25,604	-29,627
%销售收入	77.3%	81.4%	78.6%	78.1%	77.9%	78.1%
毛利	2,378	4,170	5,820	6,151	7,263	8,316
%销售收入	22.7%	18.6%	21.4%	21.9%	22.1%	21.9%
营业税金及附加	-52	-105	-216	-141	-164	-190
%销售收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-895	-975	-1,184	-1,125	-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	-591	-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	-844	-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	3,451	4,140	4,711
%销售收入	6.8%	8.8%	10.6%	12.3%	12.6%	12.4%
财务费用	-267	-386	-255	-167	-161	-134
%销售收入	2.5%	1.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	79	138	340	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%	27.4%	25.2%	25.2%
营业利润	739	1,579	3,623	4,784	5,579	6,377
营业利润率	7.0%	7.0%	13.3%	17.0%	17.0%	16.8%
营业外收支	9	-102	-34	-33	-33	-33
税前利润	748	1,477	3,589	4,751	5,546	6,344
利润率	7.1%	6.6%	13.2%	16.9%	16.9%	16.7%
所得税	-86	-173	-630	-808	-943	-1,078
所得税率	11.5%	11.7%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	661	1,304	2,959	3,943	4,603	5,265
少数股东损益	-51	-70	-142	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	713	1,374	3,101	3,948	4,608	5,270
净利率	6.8%	6.1%	11.4%	14.0%	14.0%	13.9%

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	3,943	4,603	5,265
少数股东损益	-51	-70	-142	-5	-5	-5
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	3,001	2,067	2,261
经营活动现金净流	5,755	3,631	5,398	6,956	7,374	7,715
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	6,849	0	0
债权募资	666	-97	888	-2,821	0	0
其他	1,997	-651	-1,582	-929	-989	-1,099
筹资活动现金净流	3,933	5,169	-636	3,099	-989	-1,099
现金净流量	7,548	5,037	-2,187	8,445	4,877	5,308

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	22,438	27,258	32,525
应收款项	5,879	5,167	7,900	6,757	7,894	9,114
存货	2,811	8,472	9,604	9,309	10,845	12,549
其他流动资产	3,116	3,153	6,051	1,966	2,177	2,407
流动资产	22,580	33,125	37,626	40,470	48,174	56,594
%总资产	65.1%	64.2%	61.2%	61.1%	64.2%	66.7%
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%	19.5%	19.5%	19.0%
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%	38.9%	35.8%	33.3%
资产总计	34,696	51,628	61,493	66,205	75,021	84,866
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	18,724	21,810	25,237
其他流动负债	8,026	10,520	10,501	10,989	12,636	14,390
流动负债	18,162	27,045	33,250	30,833	35,565	40,747
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	3,261	3,422	3,615
负债	27,604	36,543	42,999	37,533	42,427	47,800
普通股股东权益	6,721	14,762	18,395	28,578	32,505	36,981
其中：股本	1,380	1,875	1,956	2,272	2,272	2,272
未分配利润	1,246	2,729	5,376	8,710	12,637	17,112
少数股东权益	371	322	100	95	90	85
负债股东权益合计	34,696	51,628	61,493	66,205	75,021	84,866

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.516	0.733	1.585	1.738	2.028	2.320
每股净资产	4.871	7.872	9.403	12.578	14.306	16.276
每股经营现金净流	4.171	1.936	2.759	3.062	3.246	3.396
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%	13.81%	14.18%	14.25%
总资产收益率	2.05%	2.66%	5.04%	5.96%	6.14%	6.21%
投入资本收益率	4.59%	8.19%	9.50%	8.19%	8.83%	9.01%
增长率						
主营业务收入增长率	52.03%	114.02%	20.93%	3.58%	16.84%	15.45%
EBIT增长率	88.98%	177.61%	45.15%	20.04%	19.97%	13.79%
净利润增长率	67.28%	92.84%	125.69%	27.31%	16.73%	14.37%
总资产增长率	55.36%	48.80%	19.11%	7.66%	13.32%	13.12%
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	145.4	140.3	133.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.31%	-68.33%	-44.09%	-57.96%	-65.77%	-72.05%
EBIT利息保障倍数	2.7	5.1	11.3	20.6	25.7	35.1
资产负债率	79.56%	70.78%	69.92%	56.69%	56.55%	56.32%

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	1	1	5	9	24
增持	0	1	3	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.38	1.47	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

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
5	2022-07-08	增持	34.36	N/A

来源：国金证券研究所


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。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