

H1 新签订单行业第一，超紧凑半直驱优势突出

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2022 年上半年实现营业收入 142.4 亿元，同比增长 27.2%；实现归母净利润 24.5 亿元，同比增长 124.5%；实现扣非归母净利润 23 亿元，同比增长 114.6%；EPS 为 1.18 元。2022 年二季度实现营收 71.1 亿元，同比增长 4.1%；归母净利润 10.4 亿元，同比增长 28.7%。
- **2022H1 盈利能力大幅提升，研发投入持续加大。** 公司上半年销售毛利率为 25.7%，同比增长 4.5pp；销售净利率为 17.2%，同比增长 8.1pp，盈利水平提升显著。公司费用率管控优秀，上半年期间费用率为 11.01%，同比增长 0.6pp，其中研发费用率为 3.8%，同比增长 1pp，公司重视研发扩大技术优势。
- **叶片自制+技术降本效果明显，风机毛利率提升显著。** 2022H1，公司风电机组及相关配件销售收入为 132.4 亿元，同比增长 29.1%，毛利率为 24.1%，同比增长 6.2pp。公司目前具备完整的叶片气动、叶片结构和叶片载荷的迭代设计开发能力，配合公司自主研发的风机机型快速抢占市场，且相比于采购叶片，具备低成本优势。此外，公司自主研发的超紧凑半直驱技术结合了直驱与半直驱的优点，效率为 98.5%，高于中速永磁发电机效率（98.3%）和全功率变流器效率（97%），且在相同条件下可以提升约 5%的机组发电量。伴随机组大型化发展，超紧凑半直驱技术强竞争优势将愈加明显，有望驱动公司进一步降本增效。
- **订单饱满，海外业务加速发展。** 国内：公司风电机组上半年新增订单 9.1GW，同比增长 104.1%，根据 WoodMac 统计，公司上半年新签订单规模为行业第一，市占率超 20%。海外：公司交付意大利 Beleolico 30MW 海上风电项目，实现中国企业在欧洲海风市场零销售的突破；与韩国风机制造厂商 Uniso 签署战略合作协议，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；发行 GDR，推动公司加快国际化发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年营收分别为 305.6 亿元、366.8 亿元、447.3 亿元，未来三年归母净利润将保持 18.6%的复合增长率。公司具备领先的技术及原材料自制优势，推动业务持续降本增效，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 2022 年海上风电订单需求下降明显的风险；零部件涨价的风险；产品技术开发不及预期的风险；汇率波动影响公司海外业务营业收入的风险。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 27158.05 | 30563.97 | 36680.93 | 44734.19 |
| 增长率 | 20.93% | 12.54% | 20.01% | 21.95% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 3101.12 | 4044.31 | 4448.97 | 5176.43 |
| 增长率 | 125.69% | 30.41% | 10.01% | 16.35% |
| 每股收益 EPS (元) | 1.36 | 1.78 | 1.96 | 2.28 |
| 净资产收益率 ROE | 16.00% | 18.49% | 17.44% | 17.37% |
| PE | 20 | 16 | 14 | 12 |
| PB | 3.42 | 2.89 | 2.48 | 2.12 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 22.72 |
| 流通 A 股(亿股) | 19.39 |
| 52 周内股价区间(元) | 20.04-35.24 |
| 总市值(亿元) | 609.60 |
| 总资产(亿元) | 614.93 |
| 每股净资产(元) | 9.40 |

相关研究

1. 明阳智能 (601615): 业绩超预期, 风机业务毛利率显著增长 (2022-05-01)
2. 明阳智能(601615): 海风业务优势凸显, 一体化布局降本增效 (2022-04-17)
3. 明阳智能(601615): 海上风机销售起量, 海外市场逐渐打开局面 (2021-10-31)

关键假设:

假设 1: 公司风力发电机组贡献主要收入, 已经形成了以 3MW--16MW 级全系列的 MySE 紧凑型半直驱风机产品谱系, 上半年新签订单为行业第一, 有望实现稳定增长, 预计 2022-2024 年机组销量分别为 7.5/9.5/12GW。

假设 2: 受益于新能源行业的高景气度, 公司新能源电站开发运营板块业务保持稳定发展, 预计 2022-2024 年发电销量增速分别为 7%/35.7%/15.8%。

假设 3: 公司各业务的平均单价逐年下降。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 风力发电机组 | 收入 | 25247.3 | 28500.0 | 34200.0 | 42000.0 |
| | 增速 | 20.5% | 12.9% | 20.0% | 22.8% |
| | 毛利率 | 19.2% | 24.0% | 22.0% | 22.0% |
| 发电 | 收入 | 1410.0 | 1513.4 | 1875.3 | 2068.0 |
| | 增速 | 42.4% | 7.3% | 23.9% | 10.3% |
| | 毛利率 | 65.4% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 其他业务 | 收入 | 360.8 | 396.9 | 436.6 | 480.2 |
| | 增速 | 150.1% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 16.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 其他主营业务 | 收入 | 139.7 | 153.7 | 169.1 | 186.0 |
| | 增速 | -62.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 2.2% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 合计 | 收入 | 27158.0 | 30564.0 | 36680.9 | 44734.2 |
| | 增速 | 20.9% | 12.5% | 20.0% | 22.0% |
| | 毛利率 | 21.4% | 25.6% | 23.8% | 23.6% |

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 27158.05 | 30563.97 | 36680.93 | 44734.19 | 净利润 | 2959.38 | 4044.31 | 4448.97 | 5176.43 |
| 营业成本 | 21337.65 | 22753.33 | 27962.88 | 34177.64 | 折旧与摊销 | 831.85 | 900.09 | 971.75 | 1001.75 |
| 营业税金及附加 | 216.25 | 194.46 | 242.56 | 302.15 | 财务费用 | 255.13 | 443.18 | 531.87 | 648.65 |
| 销售费用 | 1184.42 | 1222.56 | 1283.83 | 1565.70 | 资产减值损失 | -200.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 672.37 | 1833.84 | 2017.45 | 2460.38 | 经营营运资本变动 | -79.77 | -3853.38 | 1343.97 | 1746.09 |
| 财务费用 | 255.13 | 443.18 | 531.87 | 648.65 | 其他 | 1631.48 | -844.33 | -836.33 | -733.39 |
| 资产减值损失 | -200.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 5397.54 | 689.87 | 6460.23 | 7839.53 |
| 投资收益 | 917.83 | 800.00 | 750.00 | 700.00 | 资本支出 | -436.72 | -500.00 | -500.00 | -500.00 |
| 公允价值变动损益 | 67.65 | 45.10 | 52.62 | 50.11 | 其他 | -6498.70 | 845.10 | 802.62 | 750.11 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -6935.41 | 345.10 | 302.62 | 250.11 |
| 营业利润 | 3623.09 | 4961.71 | 5444.94 | 6329.79 | 短期借款 | -50.53 | -98.47 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -33.70 | -56.43 | -48.85 | -51.38 | 长期借款 | -159.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 3589.39 | 4905.29 | 5396.09 | 6278.42 | 股权融资 | 972.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 630.01 | 860.97 | 947.12 | 1101.99 | 支付股利 | -206.28 | -620.22 | -808.86 | -889.79 |
| 净利润 | 2959.38 | 4044.31 | 4448.97 | 5176.43 | 其他 | -1191.53 | -1605.73 | -531.87 | -648.65 |
| 少数股东损益 | -141.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -635.84 | -2324.42 | -1340.74 | -1538.44 |
| 归属母公司股东净利润 | 3101.12 | 4044.31 | 4448.97 | 5176.43 | 现金流量净额 | -2186.59 | -1289.45 | 5422.12 | 6551.20 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 14070.92 | 12781.47 | 18203.59 | 24754.79 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 6879.66 | 8008.95 | 9528.97 | 11642.98 | 销售收入增长率 | 20.93% | 12.54% | 20.01% | 21.95% |
| 存货 | 9604.00 | 10242.73 | 12629.78 | 15420.46 | 营业利润增长率 | 129.46% | 36.95% | 9.74% | 16.25% |
| 其他流动资产 | 7071.32 | 782.21 | 938.76 | 1144.86 | 净利润增长率 | 126.89% | 36.66% | 10.01% | 16.35% |
| 长期股权投资 | 563.58 | 563.58 | 563.58 | 563.58 | EBITDA 增长率 | 84.59% | 33.86% | 10.21% | 14.85% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 10937.52 | 10689.07 | 10368.96 | 10018.86 | 毛利率 | 21.43% | 25.56% | 23.77% | 23.60% |
| 无形资产和开发支出 | 1288.29 | 1149.12 | 1009.96 | 870.80 | 三费率 | 7.78% | 11.45% | 10.45% | 10.45% |
| 其他非流动资产 | 11077.64 | 11065.16 | 11052.68 | 11040.20 | 净利率 | 10.90% | 13.23% | 12.13% | 11.57% |
| 资产总计 | 61492.93 | 55282.30 | 64296.28 | 75456.54 | ROE | 16.00% | 18.49% | 17.44% | 17.37% |
| 短期借款 | 98.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 4.81% | 7.32% | 6.92% | 6.86% |
| 应付和预收款项 | 20699.79 | 20473.08 | 25117.51 | 31120.94 | ROIC | 269.94% | 129.46% | 103.40% | 166.11% |
| 长期借款 | 3438.75 | 3438.75 | 3438.75 | 3438.75 | EBITDA/销售收入 | 17.34% | 20.63% | 18.94% | 17.84% |
| 其他负债 | 18761.78 | 9495.75 | 10225.19 | 11095.37 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 42998.78 | 33407.58 | 38781.44 | 45655.06 | 总资产周转率 | 0.48 | 0.52 | 0.61 | 0.64 |
| 股本 | 1956.33 | 2272.09 | 2272.09 | 2272.09 | 固定资产周转率 | 3.29 | 3.02 | 3.48 | 4.39 |
| 资本公积 | 10667.06 | 10351.30 | 10351.30 | 10351.30 | 应收账款周转率 | 5.68 | 4.91 | 5.06 | 5.10 |
| 留存收益 | 5864.21 | 9288.30 | 12928.41 | 17215.05 | 存货周转率 | 2.35 | 2.28 | 2.44 | 2.44 |
| 归属母公司股东权益 | 18394.54 | 21775.12 | 25415.23 | 29701.87 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 90.48% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 99.60 | 99.60 | 99.60 | 99.60 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 18494.15 | 21874.73 | 25514.84 | 29801.47 | 资产负债率 | 69.92% | 60.43% | 60.32% | 60.51% |
| 负债和股东权益合计 | 61492.93 | 55282.30 | 64296.28 | 75456.54 | 带息债务/总负债 | 11.16% | 14.07% | 12.12% | 10.29% |
| | | | | | 流动比率 | 1.13 | 1.34 | 1.42 | 1.48 |
| | | | | | 速动比率 | 0.84 | 0.91 | 0.99 | 1.05 |
| | | | | | 股利支付率 | 6.65% | 15.34% | 18.18% | 17.19% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.36 | 1.78 | 1.96 | 2.28 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.10 | 9.58 | 11.19 | 13.07 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.38 | 0.30 | 2.84 | 3.45 |
| | | | | | 每股股利 | 0.09 | 0.27 | 0.36 | 0.39 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 4710.07 | 6304.98 | 6948.56 | 7980.19 | | | | | |
| PE | 20.31 | 15.57 | 14.16 | 12.17 | | | | | |
| PB | 3.42 | 2.89 | 2.48 | 2.12 | | | | | |
| PS | 2.32 | 2.06 | 1.72 | 1.41 | | | | | |
| EV/EBITDA | 7.46 | 6.97 | 5.54 | 4.01 | | | | | |
| 股息率 | 0.33% | 0.98% | 1.28% | 1.41% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理/销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 高宇乐 | 销售经理 | 13263312271 | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人/销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |