

新能源组

明阳智能 (601615.SH) 买入 (上调评级)

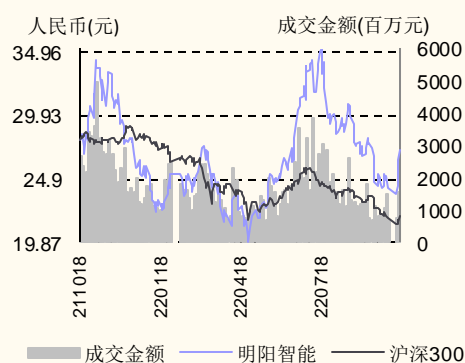
公司点评

市场价格 (人民币): 27.24 元

3Q22 业绩超预期, 明年出货高增高确定性

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)	618.92
年内股价最高最低(元)	35.24/19.87
沪深 300 指数	3842
上证指数	3072



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	28,697	42,365	42,833
营业收入增长率	114.02%	20.93%	5.67%	47.63%	1.11%
归母净利润(百万元)	1,374	3,101	4,395	5,290	5,754
归母净利润增长率	92.84%	125.69%	41.73%	20.36%	8.76%
摊薄每股收益(元)	0.733	1.585	1.934	2.328	2.532
每股经营性现金流净额	1.94	2.76	2.12	4.71	2.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.31%	16.86%	15.69%	16.97%	16.61%
P/E	25.90	16.47	14.08	11.70	10.76
P/B	2.41	2.78	2.21	1.99	1.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022年10月16日, 公司发布2022年三季度业绩预增报告, 2022年前三季度预计实现归母净利润33-36.5亿元, 同比变动+52.68%~+68.88%; 3Q22预计实现归母净利润8.5-12亿元, 同比变动-24.1%~+7.1%; 3Q22预计实现扣非归母净利润9-12.5亿元, 同比变动-18.2%~+13.5%, 超预期。

经营分析

- 在手订单饱满。据我们不完全统计, 截至9月末, 今年公司陆风共中标8.7GW, 陆上市占率达16%; 海风共中标3.4GW, 海上市占率达38%。9月公司推出16.6MW的“OceanX”漂浮式风机产品, 预计今年底将在阳江青州四项目上应用, 该产品将进一步增强公司在深远海海上风电中的竞争优势。
- 明年出货高增。根据公司与新强联签订的框架采购合同可知, 公司明年出货将达19GW+, 预计公司今年出货约为8GW, 明年公司出货增速至少达138%+。
- 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60%。

盈利调整与投资建议

- 考虑公司Q3业绩超预期, 叠加公司与新强联签订的框架采购合同可确定明年公司出货将超19GW+, 我们上调盈利预测。我们预计公司2022-2024年分别实现净利43.95、52.90和57.54亿元, 较前次预测分别上涨11%、15%、9%, 本次预测同比去年分别增长42%、20%、9%, 对应EPS 1.93元、2.33元、2.53元。公司当前股价对应三年PE分别为14.1、11.7、10.8倍, 考虑公司目前估值水平较低, 将评级由原先的“增持”上调至“买入”。

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

- 《持续斩获海陆订单布局双馈加强成本竞争优势-明阳智能中报点评》, 2022.8.21
- 《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...》, 2022.7.8
- 《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
- 《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

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,493	22,457	27,158	28,697	42,365	42,833	货币资金	10,773	16,333	14,071	14,578	22,168	22,149
增长率		114.0%	20.9%	5.7%	47.6%	1.1%	应收账款	5,879	5,167	7,900	7,582	11,194	11,317
主营业务成本	-8,116	-18,287	-21,338	-21,767	-33,202	-33,258	存货	2,811	8,472	9,604	8,945	13,644	13,668
%销售收入	77.3%	81.4%	78.6%	75.8%	78.4%	77.6%	其他流动资产	3,116	3,153	6,051	2,154	2,794	2,805
毛利	2,378	4,170	5,820	6,930	9,164	9,576	流动资产	22,580	33,125	37,626	33,261	49,800	49,939
%销售收入	22.7%	18.6%	21.4%	24.2%	21.6%	22.4%	%总资产	65.1%	64.2%	61.2%	52.4%	60.8%	59.6%
营业税金及附加	-52	-105	-216	-143	-212	-214	长期投资	3,037	657	1,147	1,357	1,357	1,357
%销售收入	0.5%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	7,076	10,771	10,938	13,168	15,168	16,938
销售费用	-895	-975	-1,184	-1,148	-1,695	-1,713	%总资产	20.4%	20.9%	17.8%	20.8%	18.5%	20.2%
%销售收入	8.5%	4.3%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	1,272	1,539	1,413	1,805	1,743	1,683
管理费用	-419	-509	-672	-603	-847	-857	非流动资产	12,116	18,503	23,867	30,196	32,117	33,812
%销售收入	4.0%	2.3%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	%总资产	34.9%	35.8%	38.8%	47.6%	39.2%	40.4%
研发费用	-298	-601	-872	-861	-1,271	-1,285	资产总计	34,696	51,628	61,493	63,457	81,917	83,751
%销售收入	2.8%	2.7%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	1,983	1,646	1,218	1,465	3,070	1,202
息税前利润 (EBIT)	714	1,981	2,875	4,175	5,139	5,507	应付款项	8,153	14,878	21,531	17,182	26,196	26,243
%销售收入	6.8%	8.8%	10.6%	14.6%	12.1%	12.9%	其他流动负债	8,026	10,520	10,501	9,706	13,780	14,006
财务费用	-267	-386	-255	-153	-138	-48	流动负债	18,162	27,045	33,250	28,353	43,046	41,451
%销售收入	2.5%	1.7%	0.9%	0.5%	0.3%	0.1%	长期贷款	2,849	3,598	3,439	3,439	3,439	3,439
资产减值损失	-79	-138	-340	0	0	0	其他长期负债	6,593	5,900	6,310	3,565	4,164	4,146
公允价值变动收益	0	0	68	0	0	0	负债	27,604	36,543	42,999	35,357	50,648	49,035
投资收益	290	16	918	1,100	1,200	1,300	普通股股东权益	6,721	14,762	18,395	28,005	31,179	34,631
%税前利润	38.8%	1.1%	25.6%	20.8%	18.8%	18.8%	其中：股本	1,380	1,875	1,956	2,272	2,272	2,272
营业利润	739	1,579	3,623	5,323	6,401	6,959	未分配利润	1,246	2,729	5,376	8,013	11,187	14,639
营业利润率	7.0%	7.0%	13.3%	18.5%	15.1%	16.2%	少数股东权益	371	322	100	95	90	85
营业外收支	9	-102	-34	-33	-33	-33	负债股东权益合计	34,696	51,628	61,493	63,457	81,917	83,751
税前利润	748	1,477	3,589	5,290	6,368	6,926	比率分析						
利润率	7.1%	6.6%	13.2%	18.4%	15.0%	16.2%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-86	-173	-630	-899	-1,083	-1,177	每股指标						
所得税率	11.5%	11.7%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.516	0.733	1.585	1.934	2.328	2.532
净利润	661	1,304	2,959	4,390	5,285	5,749	每股净资产	4.871	7.872	9.403	12.326	13.723	15.242
少数股东损益	-51	-70	-142	-5	-5	-5	每股经营现金净流	4.171	1.936	2.759	2.124	4.709	2.914
归属于母公司的净利润	713	1,374	3,101	4,395	5,290	5,754	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.774	0.931	1.013
净利率	6.8%	6.1%	11.4%	15.3%	12.5%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	10.60%	9.31%	16.86%	15.69%	16.97%	16.61%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.05%	2.66%	5.04%	6.93%	6.46%	6.87%
							投入资本收益率	4.59%	8.19%	9.50%	9.91%	10.73%	11.06%
净利润	661	1,304	2,959	4,390	5,285	5,749	增长率						
少数股东损益	-51	-70	-142	-5	-5	-5	主营业务收入增长率	52.03%	114.02%	20.93%	5.67%	47.63%	1.11%
非现金支出	533	725	1,227	1,141	1,379	1,605	EBIT增长率	88.98%	177.61%	45.15%	45.24%	23.07%	7.16%
非经营收益	-54	581	-350	-549	-759	-871	净利润增长率	67.28%	92.84%	125.69%	41.73%	20.36%	8.76%
营运资金变动	4,615	1,020	1,561	-157	4,794	138	总资产增长率	55.36%	48.80%	19.11%	3.19%	29.09%	2.24%
经营活动现金净流	5,755	3,631	5,398	4,826	10,699	6,621	资产管理能力						
资本开支	-2,320	-3,304	-7,380	-7,296	-3,333	-3,333	应收账款周转天数	178.1	68.8	64.3	70.0	70.0	70.0
投资	343	9	-1,677	-459	0	0	存货周转天数	95.7	112.6	154.6	150.0	150.0	150.0
其他	-166	-468	2,122	1,115	1,200	1,300	应付账款周转天数	199.6	126.3	154.2	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-2,143	-3,763	-6,935	-6,640	-2,133	-2,033	固定资产周转天数	161.9	113.1	128.3	137.1	101.5	106.9
股权募资	1,270	5,918	58	6,973	0	0	偿债能力						
其他	666	-97	888	-2,476	1,605	-1,868	净负债/股东权益	-58.31%	-68.33%	-44.09%	-30.78%	-46.80%	-47.48%
筹资活动现金净流	3,933	5,169	-636	2,400	-920	-4,566	EBIT利息保障倍数	2.7	5.1	11.3	27.3	37.2	115.4
现金净流量	7,548	5,037	-2,187	585	7,646	22	资产负债率	79.56%	70.78%	69.92%	55.72%	61.83%	58.55%

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	2	15	15	30
增持	0	3	10	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.60	1.40	1.44	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。

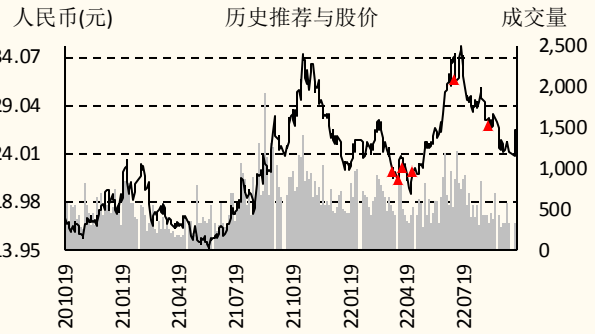
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2022-08-31	增持	27.72	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