

业绩阶段承压，回购夯实信心

2023 年 05 月 08 日

➤ **事件概述：**1、2023 年 4 月 28 日，公司发布 22 年年报和 23 年一季报：2022 实现营业收入 307.48 亿元，同比+12.98%；实现归母净利润 34.55 亿元，同比+9.40%；实现扣非净利润 31.10 亿元，同比+4.01%。

单季度来看，公司 2022Q4 实现营业收入 90.84 亿元，同比+4.09%，环比+22.34%；实现归母净利润-1.10 亿元，同比-111.76%，环比-109.88%。2023Q1 实现营业收入 27.20 亿元，同比-61.84%；实现归母净利润-2.26 亿元，同比-116.07%；实现扣非净利润-2.90 亿元，同比-120.40%。

从盈利水平来看，23Q1 公司实现销售毛利率 13.37%，同比-13.12Pcts，环比+1.07Pcts；23Q1 净利率为-8.45%，同比-28.12Pcts，环比-7.29Pcts。

2、5 月 5 日公司发布股票回购预案：计划按照回购价格上限 20 元/股，回购资金总额 5 亿元（含）到 10 亿元（含），回购 2500-5000 万股用于股权激励，彰显了公司长期发展的信心。

➤ 交付结构影响盈利，订单饱满夯实龙头地位

分业务来看：1) 风机制造板块：2022 年实现销售收入 228.07 亿元，同比-9.67%；风机对外销售 7.3GW，同比+21%，其中，陆风 5.09GW（同比+62%）、海风 2.22GW（同比-23%）。2023Q1 公司风机销售 0.95GW，同比-41%（其中陆风约 0.94GW、同比-4%，海风 8MW、同比-99%）；受高毛利的海风交付量下降和整体风机均价下降影响，毛利率为 5.02%，同比-20.7Pcts。2) 电站业务：22 年发电收入 13.36 亿元，同比-9.03%；毛利率 59.88%，同比-6.8Pcts；2022 年电站销售业务收入 56.74 亿元，毛利率 22.14%。此外，公司在手订单/在建项目储备量充足，23Q1 公司风电机组新增订单 2.78GW，23Q1 末公司在手订单 32.25GW，23Q1 公司已投产新能源电站 1563MW，在建装机容量约 3592MW。

➤ 风光储氢多元化布局逐渐成型

公司坚持风光储氢多元化布局，除前述的电站滚动开发之外，也在电站资产证券化领域深入探究；在光储氢领域，2022 年公司光伏异质结电池片和组件生产线投产，2022 年储能出货达到 1087MWh。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 390.3、515.0、635.1 亿元，增速为 27%/32%/23%；归母净利润分别为 43.4、57.7、74.2 亿元，增速为 26%/33%/29%，对应 23-25 年 PE 为 9x/7x/5x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游开拓不及预期；市场开拓不及预期；原材料价格持续高位。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30748	39028	51502	63507
增长率（%）	13.0	26.9	32.0	23.3
归属母公司股东净利润（百万元）	3455	4342	5771	7419
增长率（%）	9.4	25.7	32.9	28.5
每股收益（元）	1.52	1.91	2.54	3.27
PE	12	9	7	5
PB	1.4	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.81 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 王一如

执业证书：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

相关研究

1. 明阳智能 (601615.SH) 事件点评：勇立潮头，奋楫争先-2022/09/28

2. 明阳智能 (601615.SH) 2022 年半年报点评：业绩符合预期，主业稳健发展-2022/08/31

3. 明阳智能 (601615.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：上半年业绩亮眼，海风龙头厚积薄发-2022/07/08

4. 明阳智能 (601615.SH) 点评：风电成长无虞，且看龙头亮剑-2022/07/02

5. 明阳智能 (601615) 2021 年半年报点评：风机大型化趋势明显，海上风电快速增长-2021/08/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30748	39028	51502	63507
营业成本	24602	31143	40620	49819
营业税金及附加	146	195	258	318
销售费用	1193	1405	1854	2286
管理费用	825	937	1236	1524
研发费用	844	976	1288	1588
EBIT	3187	4763	6505	8290
财务费用	-48	176	207	134
资产减值损失	-183	-64	-78	-89
投资收益	704	312	206	191
营业利润	3865	4835	6425	8258
营业外收支	-7	-5	-5	-5
利润总额	3858	4830	6420	8253
所得税	409	531	706	908
净利润	3449	4299	5714	7345
归属于母公司净利润	3455	4342	5771	7419
EBITDA	4211	6134	8474	10723

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11157	21721	37259	47238
应收账款及票据	10774	7495	9609	11327
预付款项	844	934	1137	1295
存货	8024	12734	15502	17655
其他流动资产	4665	5466	4958	6237
流动资产合计	35464	48351	68465	83753
长期股权投资	488	488	488	488
固定资产	10715	15997	19411	20960
无形资产	1585	1582	1572	1562
非流动资产合计	33476	36529	37931	39468
资产合计	68940	84880	106396	123221
短期借款	260	1060	1060	1060
应付账款及票据	17229	23037	28935	34123
其他流动负债	10869	15317	18861	23003
流动负债合计	28357	39413	48855	58185
长期借款	5257	6257	6257	7257
其他长期负债	6961	7040	14040	14040
非流动负债合计	12218	13296	20296	21296
负债合计	40575	52709	69152	79481
股本	2272	2272	2272	2272
少数股东权益	252	209	152	78
股东权益合计	28365	32170	37245	43740
负债和股东权益合计	68940	84880	106396	123221

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.98	26.93	31.96	23.31
EBIT 增长率	1.55	49.43	36.58	27.45
净利润增长率	9.40	25.67	32.93	28.54
盈利能力 (%)				
毛利率	19.99	20.20	21.13	21.55
净利率	11.24	11.12	11.21	11.68
总资产收益率 ROA	5.01	5.11	5.42	6.02
净资产收益率 ROE	12.29	13.58	15.56	16.99
偿债能力				
流动比率	1.25	1.23	1.40	1.44
速动比率	0.85	0.80	1.01	1.07
现金比率	0.39	0.55	0.76	0.81
资产负债率 (%)	58.86	62.10	64.99	64.50
经营效率				
应收账款周转天数	127.89	70.00	68.00	65.00
存货周转天数	119.05	150.00	140.00	130.00
总资产周转率	0.47	0.51	0.54	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	1.52	1.91	2.54	3.27
每股净资产	12.37	14.07	16.33	19.22
每股经营现金流	-0.35	6.12	5.59	6.34
每股股利	0.30	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	12	9	7	5
PB	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.77	4.60	2.24	0.93
股息收益率 (%)	1.71	1.40	1.40	1.40

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3449	4299	5714	7345
折旧和摊销	1024	1372	1969	2433
营运资金变动	-5371	8135	4561	3933
经营活动现金流	-796	13898	12709	14400
资本开支	-8004	-5044	-3377	-3974
投资	-2812	0	0	0
投资活动现金流	-9950	-4374	-2218	-3784
股权募资	6668	0	0	0
债务募资	2771	1897	6274	1000
筹资活动现金流	7817	1040	5047	-636
现金净流量	-2576	10564	15538	9980

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026