

2023年06月08日

# 明阳电气 (301291.SZ)

## 投资要点

- ◆ 下周二（6月13日）有一家创业板上市公司“明阳电气”询价。
- ◆ **明阳电气(301291):**公司主要从事应用于新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备的研发、生产和销售，主要产品为箱式变电站、成套开关设备和变压器。公司2020-2022年分别实现营业收入16.65亿元/20.30亿元/32.36亿元，YOY依次为331.15%/21.94%/59.40%，三年营业收入的年复合增速103.12%；实现归母净利润1.78亿元/1.61亿元/2.65亿元，YOY依次为326.75%/-9.39%/64.38%，三年归母净利润的年复合增速75.20%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入7.07亿元，同比增长84.02%；实现归母净利润0.44亿元，同比增长229.86%。根据初步预测，2023年1-6月公司预计实现归母净利润14,436.58万元至16,436.58万元，同比增长51.30%至72.26%。
- ① **投资亮点：**1、公司是国内最大的民营风机制造商明阳集团的旗下控股子公司；借助明阳集团的平台资源，公司已成为新能源电气装备领军企业。公司实际控制人为明阳集团董事长张传卫，合计持有公司58.70%的股份。得益于明阳集团的平台资源，公司较早的切入新能源输配电及控制设备领域，逐步成为我国国家能源及大型建设项目电气装备供应商之一；其中在海上风电环节，公司研制的大容量海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜作为海上风电并网关键设备已达到国际先进水平，成功打破外资品牌的垄断。截至目前，除与“兄弟企业”明阳智能的合作之外，公司还进入了多家大型国有控股企业及上市公司供应链，核心客户覆盖“五大六小”发电集团、两大电网（国家电网、南方电网）、两大EPC单位（中国电建、中国能建）、通信运营商（中国移动、中国联通等）、能源方案服务商（阳光电源、上能电气、禾望电气）等，为公司的持续性发展奠定了良好的客户基础。2、**报告期内，受益于国内风光大基地项目建设加快及光伏领域景气持续，公司来自预装式变电站的销售收入获得较快增长。**陆上风电经过2021年短暂调整后，随着“十四五”风电规划逐步落地，国内风光大基地项目建设加快推进及相关需求释放，公司主要风电客户纷纷加大箱式变电站等产品的采购，尤其是对具有高度集成化及施工简单化的预装式变电站的采购；同时，下游光伏领域景气持续，自2021年下半年，公司光伏领域的预装式变电站订单也呈现稳步增长趋势。受益于上述因素影响，报告期内公司预装式变电站销售收入分别为3.87亿元、4.58亿元和13.08亿元，实现较快增长。
- ② **同行业上市公司对比：**公司专注于输配电及控制设备领域；根据主营业务的相似性，选取特变电工、白云电器、金盘科技、三变科技、北京科锐为明阳电气的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为215.40亿元，可比PE-TTM(算数平均)为38.64X，销售毛利率为22.37%；相较而言，公司营收规模和毛利率未及同业可比公司均值。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

## 新股覆盖研究

### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	234.15
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

 李蕙  
 SAC 执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinse.cn

### 相关报告

- 美硕科技-新股专题覆盖报告（美硕科技）-2023年第112期-总第309期 2023.6.7  
 华丰科技-新股专题覆盖报告（华丰科技）-2023年第111期-总第308期 2023.6.7  
 广康生化-新股专题覆盖报告（广康生化）-2023年第108期-总第305期 2023.6.6  
 锡南科技-新股专题覆盖报告（锡南科技）-2023年第110期-总第307期 2023.6.6  
 安凯微-新股专题覆盖报告（安凯微）-2023年第109期-总第306期 2023.6.6



## 公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,664.7	2,030.0	3,235.9
同比增长(%)	331.15	21.94	59.40
营业利润(百万元)	202.2	180.2	293.3
同比增长(%)	-376.04	-10.91	62.80
净利润(百万元)	178.1	161.4	265.3
同比增长(%)	326.75	-9.39	64.38
每股收益(元)	0.97	0.69	1.13

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、明阳电气 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	7
(四) 募投项目投入 .....	8
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	8
(六) 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
图 5: 2011-2022 年我国电力投资情况 .....	5
图 6: 2011-2021 年我国输配电行业销售收入情况 .....	6
图 7: 2011-2021 年我国配电开关控制设备收入情况 .....	7
图 8: 2011-2021 年我国变压器产量情况 .....	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	8
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	9

## 一、明阳电气

公司主要从事应用于新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备的研发、生产和销售，主要产品为箱式变电站、成套开关设备和变压器，广泛应用于新能源（含风能、太阳能、储能）、新型基础设施（含数据中心、智能电网）等领域。

目前，公司已与“五大六小”发电集团、两大电网（国家电网、南方电网）、两大EPC单位（中国电建、中国能建）、通信运营商（中国移动、中国联通等）、能源方案服务商（阳光电源、明阳智能、上能电气、禾望电气）等知名企业建立了长期业务合作关系。

2020年，公司海上风电升压系统总体技术达到国际先进水平并获得广东省机械工业科学技术奖一等奖，公司海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜两项关键设备打破了国外品牌的垄断并成功实现进口替代。公司光伏逆变升压一体化装置总体达到了国际先进水平并获得广东省机械工业科学技术奖一等奖、广东省机械工程学会科学技术奖一等奖等荣誉。

### (一) 基本财务状况

公司2020-2022年分别实现营业收入16.65亿元/20.30亿元/32.36亿元，YOY依次为331.15%/21.94%/59.40%，三年营业收入的年复合增速103.12%；实现归母净利润1.78亿元/1.61亿元/2.65亿元，YOY依次为326.75%/-9.39%/64.38%，三年归母净利润的年复合增速75.20%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入7.07亿元，同比增长84.02%；实现归母净利润0.44亿元，同比增长229.86%。

2022年，公司主营收入按产品类型可分为四大板块，分别为箱式变电站(19.73亿元,61.77%)、成套开关设备(6.70亿元,20.99%)、变压器(4.45亿元,13.93%)、其他产品(1.06亿元,3.31%)。2020年至2021年间，箱式变电站和成套开关设备始终是公司的核心产品及主要收入来源，合计销售收入占比达80%以上；此外，预装式变电站是公司当前收入占比最高的产品。

图1：公司收入规模及增速变化

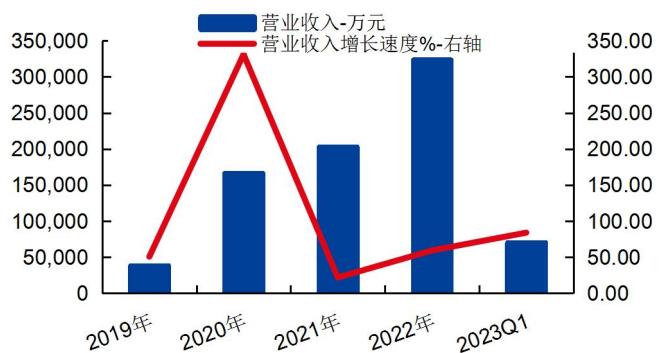
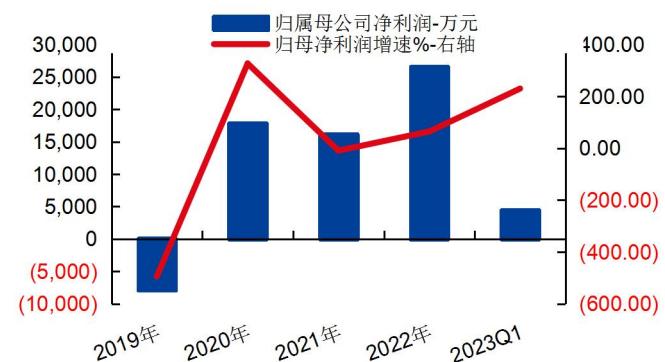


图2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

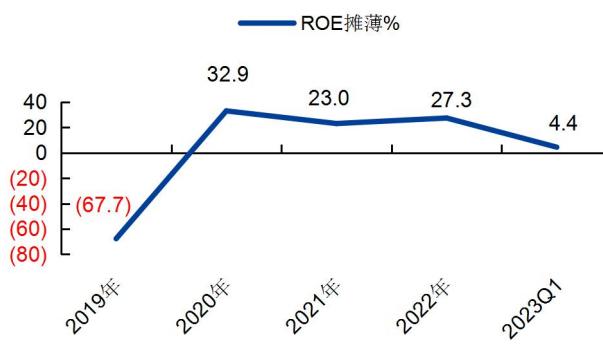
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

## (二) 行业情况

公司主营业务为新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备的研发、生产和销售；根据产品属性，公司属于输配电及控制设备制造行业，细分行业为“变压器、整流器和电感器制造”、“配电开关控制设备制造”及“光伏设备及元器件制造”。

### 1、输配电及控制设备行业

输配电及控制设备是电力系统中重要的组成部分，其作用是接受、分配和控制电能，保障用电设备和输电线路的正常工作，并将电能输送到用户。

近些年，我国电力投资从偏重电源逐步转向电源投资和电网投资并重的局面，电网投资增速保持较高水平。电源电网的转型升级也为输配电及控制设备行业创造了巨大的商业机会并提出了新的要求，高效、节能、环保的输配电及控制设备将成为未来市场的主流，为整个行业未来的可持续发展奠定了坚实的基础，预计我国电力需求依然将有较为平稳的发展空间。**2011年-2022年**我国电力投资情况如下：

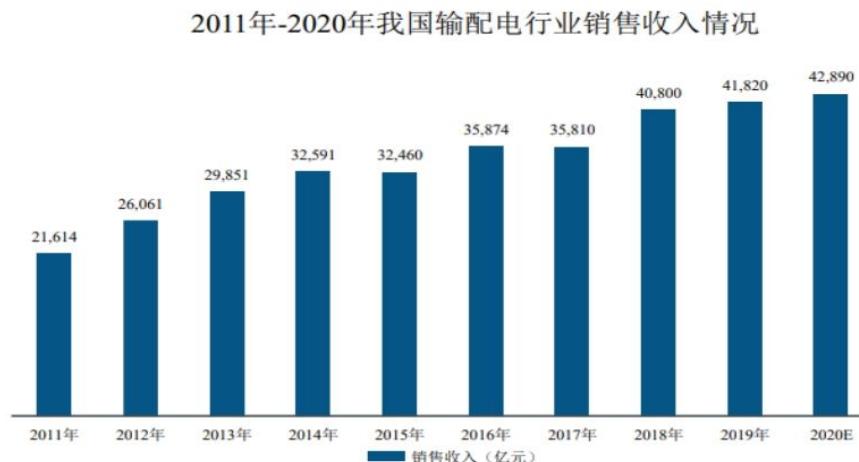
图 5：2011-2022 年我国电力投资情况



资料来源：中电联，华金证券研究所

电力工业投资的不断增加带动了对输配电设备的需求，输配电设备在国民经济中的地位不断提升。根据前瞻产业研究院统计，我国输配电及控制设备行业 2019 年实现销售收入 41,820 亿元，2020 年预计销售收入 42,890 亿元。

图 6：2011-2021 年我国输配电行业销售收入情况



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

### ① 箱式变电站行业

近年来，箱式变电站行业产量保持稳定增长，2021 年，我国箱式变电站产量达到 6.01 万台。根据 Wind 资讯，2019 年-2021 年，我国配电开关控制设备制造行业销售收入稳定在 5,000 亿元左右。目前，国内从事箱式变电站制造的企业众多，但各自产品涉足的领域有所差别。输配电及控制设备行业是支撑社会用电的基础产业，随着新能源、新型基础设施等下游应用领域的战略地位提高，行业地位日益显著，箱式变电站等产品的市场规模广阔。

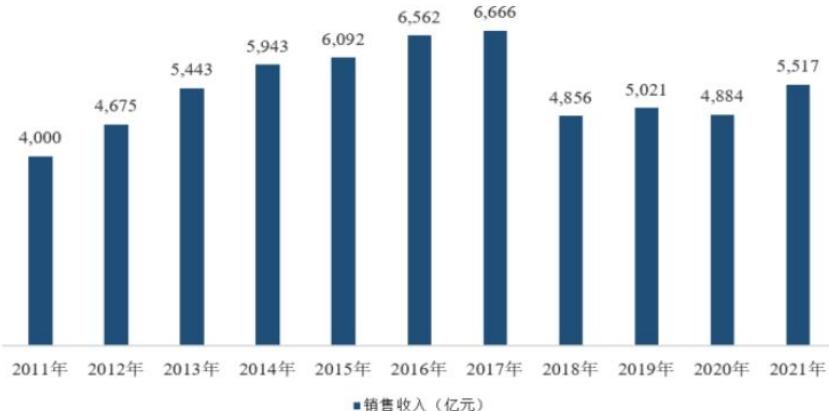
### ② 配电开关控制设备行业

配电开关控制设备是电力系统中重要的控制和保护设备，广泛使用在电力系统的多个领域。根据 Wind 资讯，2019 至 2021 年，我国配电开关控制设备制造行业销售收入稳定在 5,000 亿元左右。

随着我国经济发展步入新常态，配电开关控制设备行业增速有所放缓。配电开关控制设备行业竞争充分、市场化程度较高，下游市场增速放缓势必推动产品结构和竞争格局的变化。面向新能源、新型基础设施、高端装备等新兴领域的产品，因为技术含量更高，市场需求旺盛，竞争相对较小，具备核心技术和较强研发创新能力的头部企业将会赢得更大的市场份额，而传统工矿企业、民用、基础设施等领域的竞争日趋激烈。

图 7：2011-2021 年我国配电开关控制设备收入情况

2011年-2021年我国配电开关控制设备销售收入情况



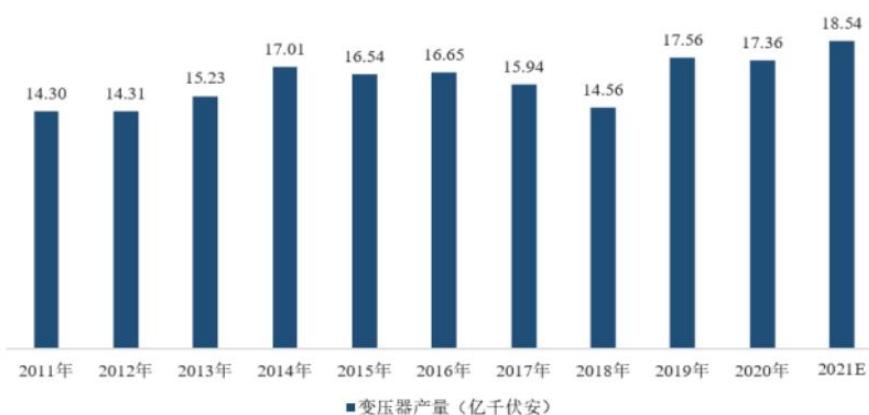
资料来源：Wind，华金证券研究所

### ③ 变压器行业

变压器是利用电磁感应的原因来改变交流电压的装置。作为输配电的重要基础设备，变压器广泛应用于工业、农业、交通、城市等领域，其发展与电力工业发展、国家建设投资、工业企业投资的关系十分密切。近年来，国家进行了大量基础设施投资，带动了电力产业快速发展，进而促进了变压器行业规模增长。2020 年我国变压器产量为 17.36 亿千伏安，2011 年至 2020 年产量年均复合增长率约 2.18%，预计 2021 年我国变压器产量将达到 18.54 亿千伏安。

图 8：2011-2021 年我国变压器产量情况

2011年-2021年我国变压器产量情况



资料来源：中国机械工业联合会、前瞻产业研究院，华金证券研究所

## （三）公司亮点

1、公司是国内最大的民营风机制造商明阳集团的旗下控股子公司；借助明阳集团的平台资源，公司已成为新能源电气装备领军企业。公司实际控制人为明阳集团董事长张传卫，合计持有公司 58.70% 的股份。得益于明阳集团的平台资源，公司较早的切入新能源输配电及控制设备领域，逐步成为我国国家能源及大型建设项目电气装备供应商之一；其中在海上风电环节，公司研

制的大容量海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜作为海上风电并网关键设备已达到国际先进水平，成功打破外资品牌的垄断。截至目前，除与“兄弟企业”明阳智能的合作之外，公司还进入了多家大型国有控股企业及上市公司供应链，核心客户覆盖“五大六小”发电集团、两大电网（国家电网、南方电网）、两大 EPC 单位（中国电建、中国能建）、通信运营商（中国移动、中国联通等）、能源方案服务商（阳光电源、上能电气、禾望电气）等，为公司的持续性发展奠定了良好的客户基础。

**2、报告期间，受益于国内风光大基地项目建设加快及光伏领域景气持续，公司来自预装式变电站的销售收入获得较快增长。**陆上风电经过 2021 年短暂调整后，随着“十四五”风电规划逐步落地，国内风光大基地项目建设加快推进及相关需求释放，公司主要风电客户纷纷加大箱式变电站等产品的采购，尤其是对具有高度集成化及施工简单化的预装式变电站的采购；同时，下游光伏领域景气持续，自 2021 年下半年，公司光伏领域的预装式变电站订单也呈现稳步增长趋势。受益于上述因素影响，报告期内公司预装式变电站销售收入分别为 3.87 亿元、4.58 亿元和 13.08 亿元，实现较快增长。

#### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金项目。

**1、明阳电气股份智能化输配电设备研发和制造中心项目：**(1) 本项目计划引入自动化生产设备，建设大容量变压器及箱式变电站生产线，达产产能 2,450 台；本项目建成达产后公司年预计实现销售收入 91,454.30 万元（不含税），实现净利润 9,101.10 万元 (2) 本项目拟通过对大容量海上风电升压系统、智能电网配电设备、轨道交通开关柜等智能化输配电系统关键技术的研究，建立智能化输配电系统研发中心。

**2、明阳电气股份公司年产智能环保中压成套开关设备 2 万台套生产建设项目：**本项目计划建设智能环保中压开关设备的数字化工厂，达产产能 2 万台套；本项目建成达产后公司年预计实现销售收入 89,000 万元（不含税），实现年均净利润 6,287 万元。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目建设期
1	明阳电气股份智能化输配电设备研发和制造中心项目			
	(1) 大容量变压器及箱式变电站生产线建设项目	28,000.00	28,000.00	24 个月
	(2) 智能化输配电系统研发中心建设项目	15,000.00	15,000.00	24 个月
2	明阳电气股份公司年产智能环保中压成套开关设备 2 万台套生产建设项目	22,000.00	22,000.00	24 个月
3	偿还银行贷款及补充流动资金项目	53,750.00	53,750.00	-
	<b>总计</b>	<b>118,750.00</b>	<b>118,750.00</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

#### （五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 32.36 亿元，同比增长 59.40%；实现归属于母公司净利润 2.65 亿元，同比增长 64.38%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-6 月营业收入为 180,681.36 万元至 200,681.36 万元，同比增长 56.76% 至 74.11%；预计 2023 年 1-6 月归属于母公司所有者的净利润为 14,436.58 万元至 16,436.58 万元，同比增长 51.30% 至 72.26%；预计 2023 年 1-6 月扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 14,201.91 万元至 16,351.91 万元，同比增长 55.24% 至 78.74%。对于公司 2023 年 1-6 月业绩预计增长，主要系公司新能源风、光及储能等项目订单增长。

公司专注于输配电及控制设备领域；根据主营业务的相似性，选取特变电工、白云电器、金盘科技、三变科技、北京科锐为明阳电气的可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 215.40 亿元，可比 PE-TTM（算数平均）为 38.64X，销售毛利率为 22.37%；相较而言，公司营收规模和毛利率未及同业可比公司均值。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
600089.SH	特变电工	854.69	4.89	960.03	39.07%	158.83	118.93%	38.59%	27.53%
603861.SH	白云电器	39.11	31.23	34.65	-1.36%	0.36	-36.41%	16.91%	1.28%
688676.SH	金盘科技	117.05	35.63	47.46	43.69%	2.83	20.74%	20.29%	9.86%
002112.SZ	三变科技	26.00	54.65	13.07	26.44%	0.43	129.91%	17.51%	9.43%
002350.SZ	北京科锐	38.02	66.82	21.77	-6.71%	0.16	-85.59%	18.56%	0.84%
<b>301291.SZ</b>	<b>明阳电气</b>	/	/	<b>32.36</b>	<b>59.40%</b>	<b>2.65</b>	<b>64.38%</b>	<b>21.17%</b>	<b>27.33%</b>

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 6 月 8 日），华金证券研究所

## （六）风险提示

业绩下滑风险、客户集中度较高的风险、公司原材料中国际品牌电气元器件占比较高的风险、部分产品主要向特定客户销售的风险、核心技术泄密风险、授权到期或提前结束的风险、关联交易金额与占比高的风险、应收账款余额较大风险、税收政策无法延续的风险、产业政策调整风险、原材料价格波动风险、产能提升导致的销售风险、对赌协议风险等风险。

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)