

明阳智能 (601615)

动态点评: Q2 风机毛利率修复明显, 风光储氢一体化布局持续推进

买入 (维持)

2023 年 09 月 13 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	30,748	45,509	52,893	60,710
同比	13%	48%	16%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	3,455	4,007	5,084	6,055
同比	9%	16%	27%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.52	1.76	2.24	2.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.35	8.92	7.03	5.91

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **23Q2 公司营收盈利环比恢复增长:** 公司 2023H1 营业收入 105.6 亿元, 同比-25.8%; 归母净利润 6.5 亿元, 同比-73.3%, 毛利率 18.4%, 同降 7.3pct。其中 2023Q2 营业收入 78.4 亿元, 同比/环比+10.2%/+188.3%, 归母净利润 8.8 亿元, 同比/环比-15.3%/+489.1%, 毛利率 20.1%, 同比/环比-4.7%/+6.7%。
- **23Q2 风机毛利率修复明显、在手订单新高。** 2023H1 风机出货 3.45GW, 同比-0.3%, 其中海风 0.51GW/陆风 2.94GW, 分别同比-60%/+35%, H1 受海风开工滞缓影响整体出货不及预期; Q2 风机出货 2.5GW, 其中海风 0.5GW (占比 20%), 海风出货占比环比大幅修复。2023H1 风机及配件毛利率 14.3%, 同降 9.8pct, 测算 Q2 毛利率约 17%, 环增 12pct, 主要系: 1) 高毛利率海风交付恢复, 2) 陆风成本错配修复。2023H1 新增陆上 6-8MW 及海上 11MW 机型分别出货 1025MW/330MW, 分别占陆风/海风出货量的 35%/65%, 大型化加速。截至 2023H1 在手订单 34.56GW, 环比 Q1+7%, Q2 新增 4.8GW, 环增 73%, Q2 订单增量明显。H2 装机回暖, 公司 Q3 排产持续提升, 我们预计 Q3 出货 3.5-4GW (其中海风占 40%), 全年出货约 14GW (其中海风占约 30%), H2 海风占比提升叠加 23 年低价零部件导入, 盈利有望持续修复!
- **滚动开发电站模式成熟、发电+转让持续提升盈利能力。** 2023H1 公司电站运营收入 8.33 亿元, 同增 18.5%, 毛利率 64.3%, 同增 0.1pct, 上半年在运电站发电 1238h, 同增 7%。截至 2023H1, 公司自营新能源电站并网容量 1.67GW, 在建容量 4.02GW, 分别同增 32%/78%, 我们预计公司全年转让电站约 2GW, 充足的在建容量有助于持续贡献发电利润及实现转让收益。
- **HJT 首期产能达产、风光储氢一体化推进。** 公司 HJT 首期 2GW 电池+3GW 组件产能已于上半年达产, 2023 年 9 月 13 日公司签约 10GW 异质结电池片、10GW 光伏组件项目。我们预计 2023 年光伏组件外销 1GW, 后续待 OBB 及银包铜进一步导入, 盈利有望优化。此外, 公司持续构建风光储氢一体化协同, 推动新能源技术产业集群化, 提升公司综合竞争力。
- **23Q2 费用率优化明显、现金流压力较大。** 2023Q2 期间费用率为 8.9%, 环减 14.6pct, 主要系收入规模提升摊薄费用&汇兑收益所致。2023H1 经营活动现金流净流出 33.4 亿元, 同减 38.2%, 主要系销售回款小幅减少及在手订单规模增多导致的备货采购所致, 存货 122.0 亿, 同增 31%, 其中发出商品/电站开发成本达 34.8/17.9 亿, 较年初+104/373%, 较多的在途商品及电站开发成本为公司 H2 销售规模增长提供稳健保障。
- **盈利预测与投资评级:** 基于海风开工不及预期、风机大型化价格竞争激烈, 我们下调盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利 40.1/50.8/60.6 亿元 (2023-2024 年前值为 54.5/71.4 亿元), 同增 16.0%/26.9%/19.1%。公司短期业绩承压, 但考虑公司持续推进风光储氢一体化, 增强综合竞争力, 我们仍看好公司未来发展, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海风开工进度不及预期, 市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.74
一年最低/最高价	14.50/28.99
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	35,524.01
总市值(百万元)	35,761.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.37
资产负债率(% ,LF)	62.26
总股本(百万股)	2,271.98
流通 A 股(百万股)	2,256.93

相关研究

《明阳智能(601615): 海风明日之子, 半直驱技术领先》

2022-11-27

明阳智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35,464	50,482	58,758	68,661	营业总收入	30,748	45,509	52,893	60,710
货币资金及交易性金融资产	11,357	17,441	21,861	28,093	营业成本(含金融类)	24,602	37,338	43,310	49,368
经营性应收款项	12,793	15,639	17,141	18,536	税金及附加	146	158	185	212
存货	8,024	12,359	14,191	16,045	销售费用	1,193	1,872	1,957	2,246
合同资产	653	774	846	911	管理费用	825	956	1,058	1,214
其他流动资产	2,637	4,268	4,718	5,076	研发费用	844	1,556	1,587	1,821
非流动资产	33,476	33,788	35,319	36,854	财务费用	(48)	100	164	185
长期股权投资	488	498	498	498	加:其他收益	378	378	423	455
固定资产及使用权资产	10,867	13,015	14,970	16,722	投资净收益	704	1,229	1,349	1,427
在建工程	5,607	4,899	4,450	4,201	公允价值变动	18	(33)	0	0
无形资产	1,585	785	785	785	减值损失	(420)	(466)	(571)	(605)
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	(1)	(1)	0	0
长期待摊费用	152	72	92	122	营业利润	3,865	4,635	5,832	6,940
其他非流动资产	14,709	14,449	14,454	14,457	营业外净收支	(7)	4	6	13
资产总计	68,940	84,269	94,077	105,515	利润总额	3,858	4,639	5,838	6,953
流动负债	28,357	36,510	40,409	44,492	减:所得税	409	636	759	904
短期借款及一年内到期的非流动负债	929	2,248	2,548	3,048	净利润	3,449	4,003	5,079	6,049
经营性应付款项	17,229	21,780	24,061	26,055	减:少数股东损益	(5)	(4)	(5)	(6)
合同负债	7,566	9,557	10,579	11,838	归属母公司净利润	3,455	4,007	5,084	6,055
其他流动负债	2,634	2,924	3,221	3,550	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.52	1.76	2.24	2.67
非流动负债	12,218	15,603	16,093	16,813	EBIT	3,187	4,739	6,003	7,138
长期借款	5,257	8,257	8,757	9,457	EBITDA	4,211	5,796	7,263	8,602
应付债券	1,382	1,382	1,382	1,382	毛利率(%)	19.99	17.95	18.12	18.68
租赁负债	61	41	31	51	归母净利率(%)	11.24	8.81	9.61	9.97
其他非流动负债	5,518	5,923	5,923	5,923	收入增长率(%)	12.98	48.01	16.23	14.78
负债合计	40,575	52,112	56,502	61,305	归母净利润增长率(%)	9.40	16.00	26.87	19.09
归属母公司股东权益	28,114	31,909	37,332	43,974					
少数股东权益	252	248	243	236					
所有者权益合计	28,365	32,157	37,575	44,211					
负债和股东权益	68,940	84,269	94,077	105,515					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(796)	2,796	5,216	6,514	每股净资产(元)	12.37	14.04	16.43	19.35
投资活动现金流	(9,950)	(583)	(1,486)	(1,605)	最新发行在外股份 (百万股)	2,272	2,272	2,272	2,272
筹资活动现金流	7,817	3,455	351	736	ROIC(%)	9.38	10.21	11.07	11.45
现金净增加额	(2,576)	5,783	4,081	5,645	ROE-摊薄(%)	12.29	12.56	13.62	13.77
折旧和摊销	1,024	1,057	1,261	1,464	资产负债率(%)	58.86	61.84	60.06	58.10
资本开支	(8,004)	(1,955)	(2,809)	(2,999)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.35	8.92	7.03	5.91
营运资本变动	(5,371)	(1,799)	(779)	(649)	P/B (现价)	1.27	1.12	0.96	0.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>