

2023 年 10 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新能源电气装备领军企业，海风场景优势显著

—明阳电气（301291.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

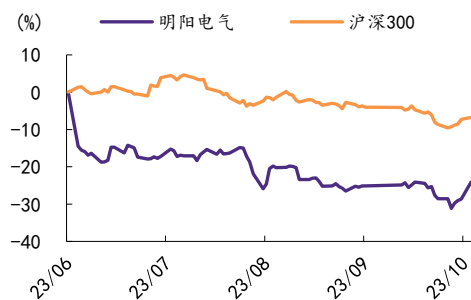
明阳电气发布 2023 年三季度报告：2023 前三季度公司实现营业收入 33.03 亿元，同比增长 65.94%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 88.66%。

基本数据

2023-10-30

当前股价（元）	29.98
总市值（亿元）	94
总股本（百万股）	312
流通股本（百万股）	68
52 周价格范围（元）	26.26-32.7
日均成交额（百万元）	135.75

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

■ 业绩表现亮眼，盈利能力提升

2023Q1~Q3 公司实现营收 33.03 亿元，同比增长 65.94%，实现归母净利润 3.19 亿元，同比增长 88.66%；毛利率为 22.96%，同比提升 1.00pct；净利率为 9.66%，同比提升 1.17pct；销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-0.26/-0.20/+0.12/-0.71pct。

2023Q3，公司实现营收 14.04 亿元，同比增长 67.54%，环比增长 17.73%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 112.16%，环比增长 32.00%；毛利率和净利率已分别逐季度提升至 24.63% 和 11.13%，分别环比提升 1.91pct 和 1.20pct。

■ 新能源领域收入高占比，海风场景优势显著

公司主要产品包括箱式变电站、成套开关设备和变压器，2023H1 公司箱式变电站、成套开关柜和变压器收入分别占总营收的 69%、15%和 12%，毛利率分别为 20.48%、18.99%和 26.78%。公司产品主要应用于新能源（光伏、陆风、海风、储能）和新型基础设施（数据中心、智能电网）两大领域，占主营业务收入比例在 95%以上。公司已与“五大六小”发电集团、国南两网、两大 EPC 单位（中电建、中能建）、通信运营商（中国移动、中国联通等）及能源方案服务商（阳光电源、明阳智能、上能电气、禾望电气等）建立了长期合作关系，产品覆盖全国市场，并远销东南亚、美国、欧洲。

2020~2022 年期间，公司来自新能源各下游领域的收入占总营收比例随行业发展情况有所波动，陆风占比最高至 43%，海风占比最高至 23%，光伏占比最高至 36%，储能占比逐年提升至 6%。值得关注的是，公司大容量海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜等产品作为海风并网关键设备，已成功打破外资品牌垄断并获取批量订单，已在明阳智能处实现部分海风配套设备的国产替代，目前处于全面进入其他风电厂商过程，2023H1 公司收入中来自明阳智能的关联交易金额占总营收比例已降至 13%；同时，随产品附加值及毛利率水平较高的特种海上干式变压器销售占比提高，公司变压

器毛利率同步有所上升。看好公司通过海风产品品类拓展+客户数量扩张，充分受益于国内“十四五”后两年海风建设加速。

■ 推进募投项目产能投放，产能结构持续优化

公司 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金：1) 智能化输配电设备研发和制造中心项目：计划建设大容量变压器及箱式变电站生产线，达产产能 2450 台；计划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) 年产智能环保中压成套开关设备 2 万台套生产建设项目：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 万套。看好公司通过优质产能扩充+产能结构优化保障长期增长。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 50.09、63.36、80.26 亿元，EPS 分别为 1.52、2.13、2.79 元，当前股价对应 PE 分别为 19.8、14.1、10.7 倍，看好公司作为变压器环节领先公司受益于国内外海上风电建设加速，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

需求不及预期风险；毛利率下降风险；原材料价格上涨风险；客户开拓不及预期风险；产能建设进度不及预期风险；大盘系统性风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	3,236	5,009	6,336	8,026
增长率（%）	59.4%	54.8%	26.5%	26.7%
归母净利润（百万元）	265	473	664	872
增长率（%）	64.4%	78.4%	40.3%	31.3%
摊薄每股收益（元）	1.13	1.52	2.13	2.79
ROE（%）	27.3%	11.3%	13.9%	15.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	3,236	5,009	6,336	8,026
现金及现金等价物	404	3,618	4,434	5,562	营业成本	2,551	3,902	4,918	6,206
应收款	1,556	2,272	2,700	3,200	营业税金及附加	15	20	25	32
存货	581	894	1,127	1,422	销售费用	116	190	241	305
其他流动资产	472	731	925	1,172	管理费用	83	125	158	201
流动资产合计	3,014	7,515	9,186	11,356	财务费用	18	3	25	32
非流动资产：					研发费用	105	155	196	249
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	322	473	621	787
固定资产	474	443	413	386	资产减值损失	-27	-40	-15	-15
在建工程	1	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	97	92	87	83	投资收益	0	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	293	523	734	963
其他非流动资产	212	212	212	212	加：营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	784	747	713	681	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3,797	8,262	9,899	12,036	利润总额	293	523	734	964
流动负债：					所得税费用	28	50	70	92
短期借款	59	59	59	59	净利润	265	473	664	872
应付账款、票据	1,992	3,170	4,131	5,384	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	294	294	294	294	归母净利润	265	473	664	872
流动负债合计	2,495	3,755	4,778	6,109					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	315	315	315	315	成长性				
其他非流动负债	16	16	16	16	营业收入增长率	59.4%	54.8%	26.5%	26.7%
非流动负债合计	331	331	331	331	归母净利润增长率	64.4%	78.4%	40.3%	31.3%
负债合计	2,826	4,086	5,109	6,441	盈利能力				
所有者权益					毛利率	21.2%	22.1%	22.4%	22.7%
股本	234	312	312	312	四项费用/营收	10.0%	9.4%	9.8%	9.8%
股东权益	971	4,175	4,789	5,596	净利率	8.2%	9.4%	10.5%	10.9%
负债和所有者权益	3,797	8,262	9,899	12,036	ROE	27.3%	11.3%	13.9%	15.6%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	74.4%	49.5%	51.6%	53.5%
净利润	265	473	664	872	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.6	0.6	0.7
折旧摊销	27	36	34	32	应收账款周转率	2.1	2.2	2.3	2.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
营运资金变动	-4	-27	168	289	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	288	483	866	1193	EPS	1.13	1.52	2.13	2.79
投资活动现金净流量	-19	32	30	28	P/E	26.5	19.8	14.1	10.7
筹资活动现金净流量	2946	2731	-50	-66	P/S	2.2	1.9	1.5	1.2
现金流量净额	3,214	3,246	846	1,155	P/B	7.2	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。