

明阳智能 (601615.SH)

公司快报

新能源装备综合经营，业务多点开花

电力设备及新能源 | 风电III

 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2024-04-30) **9.81元**

交易数据

总市值(百万元)	22,285.96
流通市值(百万元)	22,210.80
总股本(百万股)	2,271.76
流通股本(百万股)	2,264.10
12个月价格区间	18.84/8.52

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.38	7.3	-33.66
绝对收益	2.4	19.93	-43.92

 分析师 **张文臣**

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

 分析师 **周涛**

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

 分析师 **申文雯**

 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

◆ 事件:

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年, 公司实现营业收入 278.59 亿元, 同比下滑 9.39%, 归母净利润 3.72 亿元, 同比下滑 89.19%, 扣非后归母净利润为 2.06 亿元, 同比下滑 93.36%。2024Q1, 公司实现营业收入 50.75 亿元, 同比增长 84.6%, 归母净利润 3.04 亿元, 扣非后归母净利润为 2.91 亿元。

◆ **海陆并进, 引领风电新技术。** 公司是国内风电整机龙头企业, 产品种类丰富, 包括单机功率覆盖 1.5-11MW 系列陆上型风机和单机功率覆盖 5.5-22MW 系列海上型风机。2023 年, 公司实现风机对外销售 9.69GW, 同比增长 32.66%; 对应实现风机及相关配件销售 235.17 亿元, 同比增长 3.11%; 风机及相关配件销售毛利率 6.35%, 同比降低 11.42 个百分点。公司是国内风机大型化的引领者, 明阳智能 MySE18.X-20MW 海上风机因其卓越的性能和技术创新, 获评“全球最佳海上风电机组”金奖。该风电机组是目前全球已下线单机容量最大、风轮直径最大的海上机组, 并得到国家能源局的认可, 成功入选《2023 年度能源行业十大科技创新成果》。公司海上风机装机容量保持行业领先, 根据 WoodMackenzie 统计, 2023 年公司以 1.8GW 的订单量位列年度海上风电新签订单量之首。

◆ **发电项目运营和滚动开发, 增厚公司盈利水平。** 2023 年报, 公司在运营的新能源电站装机容量 2.56GW, 同比增长 70.47%; 在建装机容量 3.30GW, 同比下降 3.49%。新能源电站共实现发电量 40.16 亿千瓦时, 同比增长 40.46%, 电站运营收入 14.99 亿元, 同比增长 12.24%; 毛利率为 63.00%, 同比增加 3.12 pct, 在运营电站平均发电小时数 1,568 小时。同时, 公司电站滚动开发实现营业收入 20.8 亿元, 毛利率 30.97%, 同比增加 8.83pct, 盈利能力远高于整机, 该业务极大增厚公司利润。发行基础设施公募 REITs 是公司实现新能源电站“滚动开发”的重要模式, 通过产业与资本双轮驱动, 提升公司资产运营模式及商业模式, 进一步打造全球领先的智慧能源产业集团, 实现能源绿色、普惠和智慧化。

◆ **立足风能, 积极推进光储氢发展。** 报告期内, 公司以智慧能源应用场景创造牵引需求, 推动新能源技术高端化、产业生态化、应用场景化, 探索以新能源为主体的新型电力系统应用场景和实现路径, 形成新能源整体解决方案。通过持续加大对光伏产业、储能产业和氢能产业的投入, 以实现平衡可再生能源的间歇性和不稳定性, 从而提高能源整体利用效率和电网的稳定性。随着公司风光储氢一体化布局的持续完善, 通过技术和商业模式的创新, 结合风光储氢整体电站的设计理念和实施能力, 实现风光储氢协同效应, 逐步达成风光两翼一体化布局的产业集团宏伟蓝图。

◆ **投资建议:** 公司是国内风电龙头企业, 海陆并进, 引领行业发展, 电站滚动开发模式增厚公司利润, 公司还同步开发了光储氢系列产品打造了新的潜在增长极, 我们预测公司 2024-26 年的归母净利润分别为 24.12、31.08 和 37.98 亿元, 对应 EPS



为 1.06、1.37 和 1.67 元，PE 为 9、7、6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**1、行业装机低于预期。2、新品研发低于预期。3、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,748	27,859	40,399	48,062	55,602
YoY(%)	13.2	-9.4	45.0	19.0	15.7
归母净利润(百万元)	3,455	372	2,412	3,108	3,798
YoY(%)	11.4	-89.2	547.7	28.8	22.2
毛利率(%)	20.0	11.2	16.5	17.1	17.7
EPS(摊薄/元)	1.52	0.16	1.06	1.37	1.67
ROE(%)	12.2	1.3	7.9	9.4	10.4
P/E(倍)	6.5	59.8	9.2	7.2	5.9
P/B(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
净利率(%)	11.2	1.3	6.0	6.5	6.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 403.99、480.63、556.02 亿元，毛利率 16.55%、17.10%、17.73%。

其中：

风机及相关配件销售：公司目前是国内风力发电行业产品品类最为齐全，布局最具前瞻性的领军企业之一，坚持海陆叶片自主设计，具备完备的叶片气动、叶片结构和叶片载荷的迭代设计开发能力。公司海上风机技术优势及区位优势突出，已成为行业内掌握台风风场实际运行数据最多的公司。当前风机行业竞争加剧，公司整机业务短期有所承压，展望未来，“大型风光基地+风电下乡+老旧风机改造”三大需求将有效支撑陆上风电的装机；23 年以来海风受非经济因素影响进度放缓，基于“十四五”海上风电发展计划，各省海上风电规划并网总容量近 60GW，截至目前，仍有超 30GW 并网装机需求未得到释放，有望在 24-25 年迎来大规模建设，需求确定性较高，看好公司风机业务重拾增长，盈利能力逐渐改善。预计 2024-26 年实现收入 341/409.2/474.67 亿元，毛利率为 13%/14%/15%。

风电场发电：目前公司在运营新能源电站遍布全国各个区域，形成了成熟业务形态，在保障新能源电站运营的前提下，通过提升新能源电站发电量，从而实现提升运营新能源电站的发电收入。此外，公司通过风光储氢的一体化布局，提升自身新能源电站的开发和运营能力，从而进一步提高自建自营新能源电站的收益能力。预计 2024-26 年实现收入 17.99/19.79/21.77 亿元，毛利率 62%/60%/60%。

电站产品销售：公司基于“滚动开发”的轻资产运营理念，以“开发一批、建设一批、转让一批”为主要的经营模式，在适当时机对外转让部分风电项目股权，提高资本的流动性和灵活性，实现轻资产的运营模式。预计 2024-26 年实现收入 34.32/37.75/41.53 亿元，毛利率 30%/29.00%/28%。

其他：公司围绕新能源领域进行拓展，包含光伏、新能源电站 EPC 业务及配售电业务，打造风光两翼的一体化布局。公司高效 HJT 组件产品顺利通过型式试验、安全验证、工厂质量能力验证等专业审核和评定，随着设备国产化以及辅材成本下降等关键节点取得不断突破，HJT 有望成为 N 型电池技术革命的重要参与者。该业务有望贡献新增量，预计 2024-26 年实现收入 10.69/13.89/18.06 亿元，毛利率 10%/15%/15%。

表 1：收入成本拆分表

		2023A	2024E	2025E	2026E
风机及相关配件销售	收入（亿元）	235.17	341.00	409.20	474.67
	YoY	3.11%	45.00%	20.00%	16.00%
	毛利率（%）	6.35%	13.00%	14.00%	15.00%
风电场发电	收入（亿元）	14.99	17.99	19.79	21.77
	YoY	12.24%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	63.00%	62.00%	60.00%	60.00%
电站产品销售	收入（亿元）	20.80	34.32	37.75	41.53
	YoY	-63.34%	65.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	30.97%	30.00%	29.00%	28.00%
其他	收入（亿元）	7.63	10.69	13.89	18.06
	YoY		40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率（%）	5.00%	10.00%	15.00%	15.00%
合计	收入（亿元）	278.59	403.99	480.63	556.02
	YoY	-9.39%	45.01%	18.97%	15.69%
	毛利率（%）	11.20%	16.55%	17.10%	17.73%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值对比

公司是国内风电龙头企业，海陆并进，引领行业发展，电站滚动开发模式增厚公司利润，还同步开发了光储氢系列产品打造了新的潜在增长极。基于公司业务范围，我们选取国内风电整机上市公司金风科技、运达股份、三一重能作为可比公司。可比公司 2024-25 年平均 PE 估值为 12.9、10.4 倍，明阳智能 24-25 年 PE 估值分别为 9.2、7.2 倍，低于可比公司水平。

表 2: 估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002202.SZ	金风科技	7.63	322.37	0.32	0.53	0.67	24.2	14.4	11.4
300772.SZ	运达股份	9.86	69.22	0.59	1.04	1.30	16.7	9.5	7.6
688349.SH	三一重能	28.75	346.59	1.66	1.96	2.34	17.3	14.7	12.3
平均							19.4	12.9	10.4
601615.SH	明阳智能	9.81	222.86	0.16	1.06	1.37	59.8	9.2	7.2

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截至 2024 年 5 月 5 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	35464	43363	57193	57596	73248	营业收入	30748	27859	40399	48062	55602
现金	11157	12959	12566	15128	16846	营业成本	24602	24739	33714	39843	45742
应收票据及应收账款	10774	13931	21894	20727	28579	营业税金及附加	146	126	187	220	256
预付账款	844	765	1568	1208	2003	营业费用	1193	1407	2020	2403	2780
存货	8024	9669	14442	14052	18661	管理费用	825	961	1414	1682	1946
其他流动资产	4665	6038	6723	6480	7158	研发费用	844	585	970	1202	1390
非流动资产	33476	40499	41482	41594	41482	财务费用	-48	93	71	69	78
长期投资	488	539	613	685	758	资产减值损失	-420	-693	-578	-673	-667
固定资产	10715	13419	15562	16734	17495	公允价值变动收益	18	-60	6	8	-7
无形资产	1844	2287	2393	2499	2606	投资净收益	704	839	771	805	788
其他非流动资产	20429	24253	22915	21675	20623	营业利润	3865	376	2515	3125	3861
资产总计	68940	83861	98675	99190	114730	营业外收入	24	105	41	48	54
流动负债	28357	37553	52206	51924	66315	营业外支出	31	126	79	102	90
短期借款	260	864	864	864	864	利润总额	3858	355	2477	3071	3825
应付票据及应付账款	17229	22492	31638	32333	41109	所得税	409	-25	42	-84	-20
其他流动负债	10869	14197	19704	18728	24342	税后利润	3449	380	2435	3155	3845
非流动负债	12218	17854	15579	13579	11272	少数股东损益	-5	8	23	47	46
长期借款	6639	11480	9206	6905	4598	归属母公司净利润	3455	372	2412	3108	3798
其他非流动负债	5579	6373	6373	6673	6673	EBITDA	4891	1730	3590	4235	5036
负债合计	40575	55406	67785	65503	77587						
少数股东权益	252	1032	1055	1101	1148	主要财务比率					
股本	2272	2272	2272	2272	2272	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	16967	17009	17009	17009	17009	成长能力					
留存收益	8900	8579	10719	13511	16936	营业收入(%)	13.2	-9.4	45.0	19.0	15.7
归属母公司股东权益	28114	27423	29835	32585	35995	营业利润(%)	6.7	-90.3	569.1	24.2	23.5
负债和股东权益	68940	83861	98675	99190	114730	归属于母公司净利润(%)	11.4	-89.2	547.7	28.8	22.2
						获利能力					
						毛利率(%)	20.0	11.2	16.5	17.1	17.7
						净利率(%)	11.2	1.3	6.0	6.5	6.8
						ROE(%)	12.2	1.3	7.9	9.4	10.4
						ROIC(%)	9.1	1.5	5.2	6.4	7.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	58.9	66.1	68.7	66.0	67.6
						流动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
						速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	3.7	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
						估值比率					
						P/E	6.5	59.8	9.2	7.2	5.9
						P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
						EV/EBITDA	4.4	16.7	7.4	5.2	3.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

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

张文臣、周涛、申文雯声明，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