

明阳智能(601615.SH)

风机盈利水平大幅调整，后续量、利修复可期

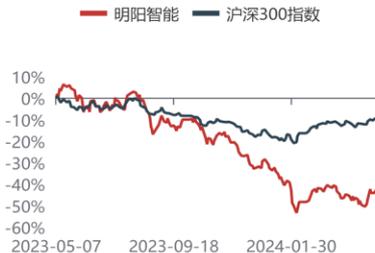
推荐（维持）

股价：10.09元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.mywind.com.cn
大股东/持股	WISER TYSON INVESTMENT CORP LIMITED 6.91%
实际控制人	吴玲, 张传卫, 张瑞
总股本(百万股)	2,272
流通A股(百万股)	2,264
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	229
流通A股市值(亿元)	228
每股净资产(元)	11.94
资产负债率(%)	66.4

行情走势图



证券分析师

皮秀

投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年实现营收 278.59 亿元，同比减少 9.39%，归母净利润 3.72 亿元，同比减少 89.19%，扣非后净利润 2.06 亿元，同比减少 93.36%；EPS 0.16 元，拟每 10 股派发现金红利 3.041 元；2024 年一季度实现营收 50.75 亿元，同比增长 84.60%，归母净利润 3.04 亿元，实现扭亏为盈。

平安观点：

- 风机毛利率的大幅下降等因素导致 2023 年业绩大幅下滑。2023 年公司归母净利润同比下降 89.19%，主要影响因素是风机业务毛利率的下降，2023 年公司风机及配件业务收入 235.2 亿元，同比增长 3.11%，毛利率 6.35%，同比下降 11.42 个百分点，估计 2023 年风机业务整体呈现较大幅度亏损。具体来看，3.XMW-5.XMW 风机产品毛利率同比下滑 9.58 个百分点至 3.35%，6.XMW 以上风机产品毛利率同比下滑 17.52 个百分点至 7.92%，表明公司陆上风机和海上风机均呈现较明显的毛利率下降。我们估计陆上风机毛利率的大幅下滑可能与技术路线切换带来的产品设计冗余度偏高以及供应链成熟度偏低等因素有关，海上风机毛利率的下降可能与个别项目交付期偏紧导致成本偏高有关。除了风机业务毛利率下滑因素，公司多项业务处于扩张期导致费用率提升、信用减值同比增加等因素也对公司 2023 年业绩造成拖累。
- 风机和电站业务改善，推动 2024Q1 扭亏为盈。2024 年一季度公司归母净利润 3.04 亿元，实现扭亏为盈。一方面，公司风机业务量利均呈现改善，估计一季度风机出货量 1.4-1.5GW，同比增长超过 50%，毛利率超过 7%；另一方面，估计公司一季度实现一定规模的电站产品销售，同时公司自持电站规模同比大幅增长，发电收益增加。
- 风机业务盈利水平有望逐步修复，出货量高增可期。2023 年公司实现风机对外销售 9.69GW，同比增长 32.66%，估计其中海风出货 2.4-2.5GW，主要对应的海风项目包括粤电青洲一/二、中广核惠州港口二 PAVPB、国

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,748	27,859	35,328	44,941	49,561
YOY(%)	13.2	-9.4	26.8	27.2	10.3
净利润(百万元)	3,455	372	2,038	3,491	4,583
YOY(%)	11.4	-89.2	447.3	71.3	31.3
毛利率(%)	20.0	11.2	15.8	17.8	19.4
净利率(%)	11.2	1.3	5.8	7.8	9.2
ROE(%)	12.3	1.4	7.0	10.8	12.6
EPS(摊薄/元)	1.52	0.16	0.90	1.54	2.02
P/E(倍)	6.6	61.5	11.2	6.6	5.0
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6

家电投山东半岛南 U1 场址、华能山东半岛北 BW 场址等。2023 年风机及相关配件收入 235.2 亿元，同比增长 3.11%，毛利率 6.35%，同比降低 11.42 个百分点；考虑零部件采购层面的成本优化以及公司陆上风机设计冗余等方面的优化，2024 年风机毛利率有望同比回升。估计 2023 年公司风机新增订单超过 18GW，截至 2023 年底在手订单超过 30GW，2024 年风机出货量有望继续高增。

- **电站业务业绩贡献有望持续成长。**2023 年公司发电业务收入 14.99 亿元，同比增长 12.24%，毛利率为 63.00%，同比增长 3.12 个百分点。截至 2023 年底，公司在运营的新能源电站装机容量 2.56GW，同比增长 70.47%，在建容量 3.30GW。2023 年公司电站产品转让业务收入 20.8 亿元，同比减少 63.34%，毛利率 30.97%，展现了较好的盈利能力。公司 2023 年获取了大量风电场开发指标，包括汕尾红海湾一/二/四等海上风电项目，预计 2024 年公司将持续加大电站开发力度，同时加大电站产品的转让销售力度，预计 2024 年发电及电站转让的业绩贡献同比明显增长。
- **投资建议。**考虑当前风机竞争形势以及公司风机业务的成本情况，调整盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润 20.38、34.91 亿元（原预测值 55.35、73.13 亿元），新增 2026 年盈利预测 45.83 亿元，对应的动态 PE 分别为 11.2、6.6、5.0 倍。受行业竞争加剧和公司陆上风机技术路线调整等因素影响，公司风机毛利率呈现较明显的下滑，随着陆上双馈产品的成熟以及公司降本控费效果的显现，后续风机业务盈利承压的问题有望逐步缓解；公司海上风机龙头地位稳固，氢胺醇、漂浮式、国际化等业务布局领先，未来成长空间广阔，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）国内海上风电发展受军事、用海等多方面影响，存在阶段性需求不及预期风险；（2）海上风机竞争形势恶化导致公司市占份额、盈利水平不及预期的风险；（3）海外贸易保护加剧和公司出口业务不及预期的风险；（4）公司异质结、钙钛矿等新兴业务发展不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	43,363	42,494	49,246	53,970
现金	12,959	9,628	13,767	17,382
应收票据及应收账款	15,527	16,465	17,251	17,666
其他应收款	823	1,044	1,108	1,086
预付账款	765	871	985	1,086
存货	9,669	10,599	11,639	12,040
其他流动资产	3,619	3,887	4,495	4,710
非流动资产	40,499	41,946	42,815	43,170
长期投资	539	565	590	615
固定资产	13,800	16,513	20,168	23,267
无形资产	2,046	2,125	2,336	2,530
其他非流动资产	24,112	22,744	19,721	16,758
资产总计	83,861	84,439	92,061	97,140
流动负债	37,553	37,156	42,646	44,739
短期借款	864	0	0	0
应付票据及应付账款	22,492	22,829	25,808	26,268
其他流动负债	14,197	14,326	16,838	18,471
非流动负债	17,854	16,986	15,960	14,801
长期借款	11,761	10,893	9,867	8,708
其他非流动负债	6,093	6,093	6,093	6,093
负债合计	55,406	54,142	58,606	59,540
少数股东权益	1,032	1,074	1,146	1,241
股本	2,272	2,272	2,272	2,272
资本公积	17,009	17,009	17,010	17,012
留存收益	8,142	9,943	13,027	17,075
归属母公司股东权益	27,423	29,223	32,308	36,359
负债和股东权益	83,861	84,439	92,061	97,140

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2,640	1,513	8,397	8,024
净利润	380	2,081	3,563	4,678
折旧摊销	1,078	1,883	2,458	2,975
财务费用	93	110	57	-51
投资损失	-839	-625	-625	-625
营运资金变动	-4,067	-1,997	2,879	983
其他经营现金流	715	61	65	64
投资活动现金流	-6,132	-2,766	-2,766	-2,766
资本支出	7,035	3,300	3,302	3,304
长期投资	218	0	0	0
其他投资现金流	-13,386	-6,066	-6,068	-6,070
筹资活动现金流	10,127	-2,079	-1,490	-1,643
短期借款	604	-864	0	0
长期借款	5,061	-867	-1,026	-1,159
其他筹资现金流	4,463	-348	-464	-483
现金净增加额	1,433	-3,332	4,140	3,615

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,859	35,328	44,941	49,561
营业成本	24,739	29,759	36,941	39,950
税金及附加	126	160	203	224
营业费用	1,407	1,660	1,977	2,181
管理费用	961	1,060	1,258	1,388
研发费用	585	742	944	1,041
财务费用	93	110	57	-51
资产减值损失	-179	-194	-225	-248
信用减值损失	-514	-369	-469	-517
其他收益	338	358	358	358
公允价值变动收益	-60	0	1	2
投资净收益	839	625	625	625
资产处置收益	4	1	1	1
营业利润	376	2,257	3,852	5,050
营业外收入	105	51	51	51
营业外支出	126	71	71	71
利润总额	355	2,237	3,831	5,029
所得税	-25	156	268	351
净利润	380	2,081	3,563	4,678
少数股东损益	8	42	72	95
归属母公司净利润	372	2,038	3,491	4,583
EBITDA	1,526	4,230	6,345	7,953
EPS (元)	0.16	0.90	1.54	2.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-9.4	26.8	27.2	10.3
营业利润(%)	-90.3	500.5	70.6	31.1
归属于母公司净利润(%)	-89.2	447.3	71.3	31.3
获利能力				
毛利率(%)	11.2	15.8	17.8	19.4
净利率(%)	1.3	5.8	7.8	9.2
ROE(%)	1.4	7.0	10.8	12.6
ROIC(%)	2.1	7.3	10.6	13.9
偿债能力				
资产负债率(%)	66.1	64.1	63.7	61.3
净负债比率(%)	-1.2	4.2	-11.7	-23.1
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.8	2.1	2.6	2.8
应付账款周转率	2.2	2.4	2.7	2.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.90	1.54	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.16	0.67	3.70	3.53
每股净资产(最新摊薄)	12.07	12.86	14.22	16.00
估值比率				
P/E	61.5	11.2	6.6	5.0
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	20.5	6.6	3.8	2.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层