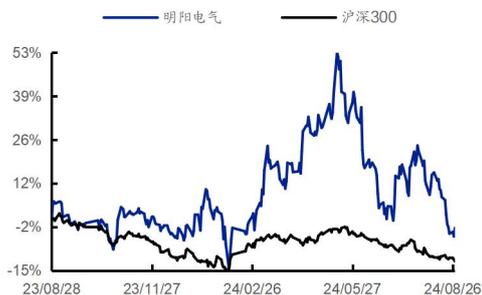


研究所:  
证券分析师: 李航 S0350521120006  
lih11@ghzq.com.cn  
证券分析师: 王刚 S0350524020001  
wangg06@ghzq.com.cn

## 公司业绩保持较快增长，海外和海风 有望提供双轮驱动

### ——明阳电气（301291）2024年半年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

| 表现    | 1M     | 3M     | 12M    |
|-------|--------|--------|--------|
| 明阳电气  | -19.7% | -30.3% | -2.0%  |
| 沪深300 | -3.6%  | -8.9%  | -12.4% |

#### 市场数据

| 市场数据       | 2024/08/28  |
|------------|-------------|
| 当前价格(元)    | 27.56       |
| 52周价格区间(元) | 22.80-45.98 |
| 总市值(百万)    | 8,604.23    |
| 流通市值(百万)   | 3,529.65    |
| 总股本(万股)    | 31,220.00   |
| 流通股本(万股)   | 12,807.16   |
| 日均成交额(百万)  | 127.49      |
| 近一月换手(%)   | 2.52        |

#### 相关报告

《明阳电气(301291.SZ)公司报告: 赓续明阳“能动”基因, 聚焦“两新”, 海上产品贡献新增长点 (买入)\*电网设备\*邱迪, 李航》——2024-02-01

#### 事件:

明阳电气2024年8月28日发布2024年半年度报告: 2024H1, 公司实现营收25亿元, 同比+30%; 归母净利润2.5亿元, 同比+52%; 扣非归母净利润2.4亿元, 同比+55%; 销售毛利率23.3%, 同比+1.5pct; 销售净利率10.0%, 同比+1.4pct。

其中, 2024Q2, 营收14亿元, 环比+39%, 同比+20%; 归母净利润1.6亿元, 环比+74%, 同比+33%; 扣非归母净利润1.5亿元, 环比+74%, 同比+37%; 销售毛利率23.4%, 环比+0.3pct, 同比+0.7pct; 销售净利率10.9%, 环比+2.2pct, 同比+1.0pct。

#### 投资要点:

- **2024年上半年公司光储行业营收同比维持较快增长, 变压器产品营收同比高增。**2024H1, 按行业分类, 光伏行业营收11.0亿元, 同比+32%; 风电行业营收5.9亿元, 同比+25%; 储能行业营收3.3亿元, 同比+62%; 数据中心行业1.2亿元, 同比+4%。2024H1, 按产品分类, 公司箱式变电站产品实现营收16.1亿元, 同比+23%, 毛利率22.1%, 同比+1.6pct; 变压器产品营收4.7亿元, 同比+110%, 毛利率25.8%, 同比-1.0pct; 成套开关柜产品营收2.7亿元, 同比-7%, 毛利率20.1%, 同比+1.1pct。其中, 公司综合毛利率提升主要受益于公司加强对供应链的管控, 叠加自身技术进步带来的成本优势。
- **全球新能源仍持续增长, 公司出口有望持续受益。**根据彭博新能源财经(BNEF)发布的《2024年第一季度全球光伏市场展望》报告, 在对全球光伏装机容量的中等情景预测中, 今年全球光伏装机新增容量将从2023年约444GW增至574GW。近年来, 公司加速海外市场布局, 连续在国际市场的开关柜、变压器、光伏、储能等领域取得新订单、新突破, 并通过与国内知名新能源头部企业合作, 快速扩大公司在国际市场的知名度。截至2024年7月, 公司产品已符合IEEE、IEC等国际标准, 并已获得中国CQC、美国UL、欧盟CE、欧洲DNV-GL认证等一系列国内外权威机构认证, 为公司全球化布局奠定了坚实基础。与此同时, 公司已初步建立起了“间接出海+全

球化布局”双轮驱动战略模式，出口产品已覆盖东南亚、欧洲、北美等 40 多个国家及地区。

- **海上风电发展前景广阔，公司先发优势有望进一步增长。**随着技术的进步和成本的降低，海上风电项目逐渐增多，为风电设备行业带来了新的增长点。彭博新能源财经预测 2024 年风电行业新增装机容量将达到 124GW 的新高，其中新增陆上风电装机容量为 106GW，新增海上风电装机容量为创纪录的 18GW。在具有先发优势的海上领域，公司研发出 66kV 预制式智能化海上升压系统、72.5kV 环保气体绝缘开关设备，适配风机容量上升到 8-12MW。汇集侧升压从 35kV 上升到 66kV。
- **盈利预测和投资评级：**公司是新能源电气装备领军企业，预计 2024-2026 年公司有望实现营业收入 62/77/90 亿元，同比增速分别为+26%、+23%、+18%；归母净利润为 6.6/8.5/10.3 亿元，同比增速分别为+33%、+28%、+21%，当前股价对应 PE 分别为 13X、10X、8X。公司业务实现持续较快增长，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**产业政策调整风险，市场竞争风险，原材料价格波动风险，应收账款余额较大风险，海外市场拓展不及预期。

| 预测指标       | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 4948  | 6244  | 7653  | 9038  |
| 增长率(%)     | 53    | 26    | 23    | 18    |
| 归母净利润（百万元） | 498   | 660   | 847   | 1028  |
| 增长率(%)     | 88    | 33    | 28    | 21    |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.59  | 2.11  | 2.71  | 3.29  |
| ROE(%)     | 12    | 14    | 16    | 17    |
| P/E        | 15.58 | 13.04 | 10.16 | 8.37  |
| P/B        | 2.10  | 1.82  | 1.61  | 1.42  |
| P/S        | 1.79  | 1.38  | 1.12  | 0.95  |
| EV/EBITDA  | 9.61  | 7.51  | 5.24  | 3.76  |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：明阳电气盈利预测表

| 证券代码:              | 301291       |              |              |              | 股价: | 27.56              |              |              |              | 投资评级:        | 买入 |       |       |       | 日期:   | 2024/08/28 |       |       |       |       |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 财务指标               | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |     | 每股指标与估值            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |    | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |            | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              |     | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| ROE                | 12%          | 14%          | 16%          | 17%          |     | EPS                | 1.82         | 2.11         | 2.71         | 3.29         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 毛利率                | 23%          | 23%          | 23%          | 23%          |     | BVPS               | 13.49        | 15.16        | 17.08        | 19.42        |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 期间费率               | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           |     | <b>估值</b>          |              |              |              |              |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 销售净利率              | 10%          | 11%          | 11%          | 11%          |     | P/E                | 15.58        | 13.04        | 10.16        | 8.37         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              |     | P/B                | 2.10         | 1.82         | 1.61         | 1.42         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 收入增长率              | 53%          | 26%          | 23%          | 18%          |     | P/S                | 1.79         | 1.38         | 1.12         | 0.95         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 利润增长率              | 88%          | 33%          | 28%          | 21%          |     |                    |              |              |              |              |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              |     | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 总资产周转率             | 0.85         | 0.73         | 0.77         | 0.78         |     | 营业收入               | 4948         | 6244         | 7653         | 9038         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 应收账款周转率            | 2.81         | 2.58         | 2.55         | 2.51         |     | 营业成本               | 3826         | 4810         | 5889         | 6971         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 存货周转率              | 4.85         | 4.55         | 4.81         | 4.87         |     | 营业税金及附加            | 17           | 24           | 29           | 34           |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              |     | 销售费用               | 181          | 256          | 314          | 371          |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 资产负债率              | 46%          | 49%          | 51%          | 51%          |     | 管理费用               | 128          | 150          | 184          | 217          |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 流动比                | 1.91         | 1.81         | 1.77         | 1.77         |     | 财务费用               | -6           | -57          | -63          | -74          |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 速动比                | 1.52         | 1.44         | 1.41         | 1.41         |     | 其他费用/(-收入)         | 161          | 219          | 268          | 316          |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |     | <b>营业利润</b>        | <b>560</b>   | <b>738</b>   | <b>949</b>   | <b>1150</b>  |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 现金及现金等价物           | 2981         | 3280         | 3820         | 4466         |     | 营业外净收支             | 0            | 0            | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 应收款项               | 2256         | 2829         | 3465         | 4088         |     | <b>利润总额</b>        | <b>560</b>   | <b>738</b>   | <b>949</b>   | <b>1151</b>  |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 存货净额               | 995          | 1119         | 1329         | 1535         |     | 所得税费用              | 62           | 78           | 102          | 123          |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 其他流动资产             | 560          | 783          | 922          | 1100         |     | <b>净利润</b>         | <b>498</b>   | <b>660</b>   | <b>847</b>   | <b>1028</b>  |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>6792</b>  | <b>8011</b>  | <b>9538</b>  | <b>11188</b> |     | 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 固定资产               | 490          | 505          | 516          | 525          |     | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>498</b>   | <b>660</b>   | <b>847</b>   | <b>1028</b>  |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 在建工程               | 2            | 4            | 5            | 5            |     | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 无形资产及其他            | 552          | 698          | 723          | 746          |     | <b>经营活动现金流</b>     | <b>329</b>   | <b>693</b>   | <b>918</b>   | <b>1067</b>  |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 长期股权投资             | 0            | 0            | 0            | 0            |     | 净利润                | 498          | 660          | 847          | 1028         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>资产总计</b>        | <b>7836</b>  | <b>9217</b>  | <b>10781</b> | <b>12464</b> |     | 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 短期借款               | 10           | 10           | 10           | 10           |     | 折旧摊销               | 40           | 37           | 40           | 42           |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 应付款项               | 2905         | 3687         | 4501         | 5333         |     | 公允价值变动             | 0            | 0            | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 合同负债               | 310          | 357          | 451          | 528          |     | 营运资金变动             | -325         | -145         | -103         | -111         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 其他流动负债             | 336          | 364          | 420          | 466          |     | <b>投资活动现金流</b>     | <b>-77</b>   | <b>-195</b>  | <b>-77</b>   | <b>-76</b>   |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>3561</b>  | <b>4418</b>  | <b>5382</b>  | <b>6336</b>  |     | 资本支出               | -77          | -74          | -76          | -74          |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 长期借款及应付债券          | 37           | 37           | 37           | 37           |     | 长期投资               | 0            | 0            | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 其他长期负债             | 27           | 29           | 29           | 29           |     | 其他                 | 0            | -121         | -1           | -1           |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>64</b>    | <b>66</b>    | <b>66</b>    | <b>66</b>    |     | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>2466</b>  | <b>-199</b>  | <b>-300</b>  | <b>-346</b>  |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>        | <b>3624</b>  | <b>4484</b>  | <b>5448</b>  | <b>6403</b>  |     | 债务融资               | -382         | 2            | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 股本                 | 312          | 312          | 312          | 312          |     | 权益融资               | 2791         | -1           | 0            | 0            |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| 股东权益               | 4211         | 4733         | 5333         | 6061         |     | 其它                 | 58           | -200         | -300         | -346         |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>7836</b>  | <b>9217</b>  | <b>10781</b> | <b>12464</b> |     | <b>现金净增加额</b>      | <b>2718</b>  | <b>299</b>   | <b>540</b>   | <b>645</b>   |    |       |       |       |       |            |       |       |       |       |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，分析师，华中科技大学博士，电气工程专业，4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖电气设备及储能等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

张竞元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

## 【分析师承诺】

李航，王刚，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。