

明阳智能（601615）2022年中报点评：“大型化”+“轻量化”降本成效显著，业绩同比大幅提升

2022年9月6日

强烈推荐/维持

明阳智能

公司报告

事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 142.38 亿元，同比增 27.18%；归母净利润 24.48 亿元，同比增 124.49%。实现基本每股收益 1.18 元，同比增 103.45%。

“大型化”+“轻量化”双维度推动降本，上半年业绩同比大幅提升。上半年公司实现主营业务收入 141.31 亿元，其中风机制造板块销售收入 132.41 亿元，同比增长 29.12%，占主营业务收入的 93.7%。2022 年作为风电行业全面平价的第一年，公司交付大量平价订单，并取得亮眼的业绩回报。报告期内公司实现归母净利润 24.48 亿元，同比大幅提升 124.49%；实现综合毛利率 25.65%，同比提升 4.15pcts；实现风机及配件销售业务毛利率 24.05%，同比提升 6.15pcts，平价时代下公司毛利率抗住风机销售价格下降的压力，实现逆势增长：1）风机大型化降低单位千瓦的物料用量，从而降低风电整机单位成本。2）新材料、新技术、新设计应用下机组轻量化带来风电整机单位成本下降。

新增订单同比翻番、在手订单再创新高，风电行业龙头地位持续保持。上半年公司风机出货量 3.45GW，同比+47.6%。其中陆风机组 2.18GW，同比+83%；海风机组 1.27GW，同比+11%，对外销售容量的大幅增长对公司主营业务收入增长形成业绩支撑。从新增订单看，22H1 新增订单 9.14GW，居行业第一，同比+104.1%，占行业上半年新增订单市占率超过 20%。截止 22H1，公司在手订单 24.76GW，再创历史新高。从行业招标量看，22H1 国内公开招标量高达 58.4GW，同比+77%，行业招标大年开启，风电行业高速增长势头进一步确认，我们认为，伴随公司在陆风领域不断提升市占率及持续保持海风领域的龙头地位，公司整体的竞争优势将进一步凸显。

创新发展 MySE 超紧凑半直驱技术路线，配套核心关键零部件自主设计生产，产业链控制能力强化，海上风电技术优势遥遥领先。公司结合直驱与双馈两种技术路线优势创新设计研发超紧凑半直驱技术，发电效率高达 98.5%，同样条件下 MySE 机组发电量高于其他机组 5%，体现出公司较强的技术研发实力。此外，公司持续推动风电核心关键零部件自主设计生产，已具备叶片、变频器、变桨控制系统、电气控制系统等设计研发与制造能力，产业链一体化能力的提升进一步降低风电机组成本、提高风机运行效率与可靠性要求，帮助增强公司核心竞争力。得益于公司持续深耕技术创新，公司在海上风电制造方面技术遥遥领先。报告期内：1）公司自主研发设计的全球最大抗台风 MySE12MW 半直驱海上机组已正式下线；2）成功完成意大利 Beleolico 30MW 海上风电项目交付，实现了中国企业在欧洲海上风电销售零的突破；3）与韩国风机制造商 Unison 签署战略合作协议，进一步研发固定式和漂浮式海上机组。22H1 公司研发费用同比+73.76%，我们看好公司持续不断深耕风电技术创新，通过提高自身产品竞争力维持产品高毛利率与不断增强品牌认可度、市场占有率的方式维持竞争地位。

公司盈利预测及投资评级：平价时代下，公司通过“大型化”+“轻量化”技术优势实现降本，逆势抵抗产品价格下行压力，我们看好公司技术领域的领

公司简介：

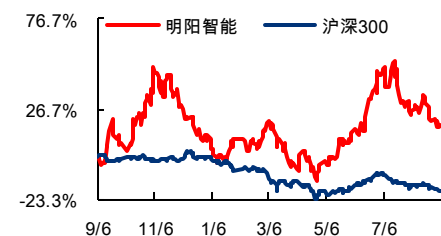
明阳智能以实现能源的绿色、普惠和智慧化为使命，以打造清洁能源全生命周期价值链管理与系统解决方案的供应商为愿景，通过技术创新和商业模式创新，目前已逐步发展成为国内领先、全球具有重要影响力的智慧能源企业集团，正在向风、光、储、氢一体化的产业集团宏伟蓝图跨步前进。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	35.24-20.04
总市值（亿元）	612.1
流通市值（亿元）	522.38
总股本/流通 A 股（万股）	227,209/210,378
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	4.3

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：耿梓瑜

010-66554045

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070028

先优势，伴随公司新签订单和销售交付的增加，公司有望保持强势的竞争地位。我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 40.6、45.5 和 52.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.79、2.0 和 2.29 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 14.9、13.4 和 11.7 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情发展超预期、风机价格下行超预期、风电技术研发进展不及预期、订单交付不及预期等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22,456.99	27,158.05	30,946.67	36,962.85	43,621.52
增长率（%）	114.02%	20.93%	13.95%	19.44%	18.01%
归母净利润（百万元）	1,374.07	3,101.12	4,063.50	4,546.91	5,205.38
增长率（%）	92.84%	125.69%	31.03%	11.90%	14.48%
净资产收益率（%）	9.31%	16.86%	18.60%	17.68%	17.27%
每股收益(元)	0.60	1.36	1.79	2.00	2.29
PE	44.18	19.58	14.94	13.35	11.66
PB	4.18	3.30	2.78	2.36	2.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	33,125.	37,625.	38,756.	44,389.	53,999.	营业收入	22,456	27,158.	30,946.	36,962.	43,621.
货币资金	16,332.	14,070.	12,378.	14,785.	17,448.	营业成本	18,287	21,337.	23,677.	28,520.	34,047.
应收账款	5,143.2	7,923.1	10,165.	10,342.	13,047.	营业税金及附加	104.74	216.25	123.79	147.85	174.49
其他应收款	566.57	507.34	735.16	826.90	937.53	营业费用	974.65	1,184.4	1,271.9	1,478.5	1,701.2
预付款项	861.82	500.28	1,330.1	1,153.4	1,270.5	管理费用	509.02	672.37	742.72	850.15	959.67
存货	8,472.1	9,604.0	9,860.9	12,630.	14,852.	财务费用	385.58	255.13	179.36	278.01	201.03
其他流动资产	1,748.5	5,020.2	4,286.1	4,651.9	6,442.9	研发费用	600.71	872.38	1,114.0	1,323.2	1,526.7
非流动资产合计	18,502.	23,867.	25,425.	26,731.	27,991.	资产减值损失	-66.22	-200.53	-123.79	-136.76	-130.86
长期股权投资	538.62	563.58	1,149.6	1,769.2	2,412.9	公允价值变动收益	0.00	67.65	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,961.5	9,902.9	9,843.5	10,001.	10,365.	投资净收益	16.16	917.83	422.31	425.92	429.88
无形资产	1,080.9	560.86	467.39	373.91	280.43	加: 其他收益	94.70	358.65	400.00	500.00	650.00
其他非流动资产	5,939.8	10,992.	11,281.	11,160.	11,109.	营业利润	1,578.	3,623.0	4,445.3	5,039.9	5,830.6
资产总计	51,627.	61,492.	64,182.	71,121.	81,990.	营业外收入	11.55	22.38	24.62	30.00	35.00
流动负债合计	27,044.	33,250.	32,711.	36,015.	42,722.	营业外支出	113.43	56.08	40.00	50.00	60.00
短期借款	149.00	98.47	6,212.5	4,880.5	4,421.5	利润总额	1,477.	3,589.3	4,429.9	5,019.9	5,805.6
应付账款	13,052.	19,437.	19,916.	23,268.	29,067.	所得税	172.78	630.01	590.37	702.12	861.86
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1,304.	2,959.3	3,839.5	4,317.8	4,943.7
一年内到期的非流动负债	13,843.	13,713.	6,582.4	7,866.4	9,233.5	少数股东损益	-69.76	-141.74	-223.94	-229.11	-261.64
非流动负债合计	9,498.4	9,748.5	9,748.5	9,748.5	9,748.5	归属母公司净利润	1,374.	3,101.1	4,063.5	4,546.9	5,205.3
长期借款	4,379.6	574.93	574.93	574.93	574.93	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	36,543.	42,998.	42,459.	45,764.	52,471.	成长能力					
少数股东权益	322.30	99.60	-124.34	-353.45	-615.09	营业收入增长	114.02	20.93%	13.95%	19.44%	18.01%
实收资本(或股本)	1,875.3	1,956.3	2,103.7	2,103.7	2,103.7	营业利润增长	113.72	129.46%	22.69%	13.38%	15.69%
资本公积	9,775.8	10,667.	10,519.	10,519.	10,519.	归属于母公司净利润增长	92.84%	125.69%	31.03%	11.90%	14.48%
未分配利润	3,110.9	5,771.1	9,223.5	13,087.	17,511.	获利能力					
归属母公司股东权益合计	14,762.	18,394.	21,846.	25,710.	30,134.	毛利率(%)	18.57%	21.43%	23.49%	22.84%	21.95%
负债和所有者权益	51,627.	61,492.	64,182.	71,121.	81,990.	净利率(%)	5.81%	10.90%	12.41%	11.68%	11.33%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	2.66%	5.04%	6.33%	6.39%	6.35%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	9.31%	16.86%	18.60%	17.68%	17.27%
经营活动现金流	3,630.7	5,342.3	-5,126.	6,671.9	6,154.4	偿债能力					
净利润	1,304.3	2,959.3	3,839.5	4,317.8	4,943.7	资产负债率(%)	70.78%	69.92%	66.15%	64.35%	64.00%
折旧摊销	587.07	831.85	739.33	893.77	1,066.0	流动比率	1.22	1.13	1.18	1.23	1.26
财务费用	385.58	255.13	179.36	278.01	201.03	速动比率	0.82	0.68	0.71	0.72	0.74
应收帐款减少	437.73	-2,779.	-2,242.	-176.30	-2,705.	营运能力					
预收帐款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.43	0.44	0.48	0.52	0.53
投资活动现金流	-3,763.	-6,935.	-1,889.	-1,972.	-2,049.	应收账款周转率	4.37	3.43	3.04	3.57	3.34
公允价值变动收益	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00	应付账款周转率	2.33	2.10	2.02	2.14	2.09
长期投资减少	54.09	2,691.0	-2,132.	30.00	20.00	每股指标(元)					
投资收益	16.16	917.83	422.31	425.92	429.88	每股收益(最新摊薄)	0.60	1.36	1.79	2.00	2.29
筹资活动现金流	-77.00	-77.00	-77.00	-77.00	-77.00	每股净现金流(最新摊薄)	-0.95	-2.56	-1.08	0.30	0.37
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.40	8.10	9.62	11.32	13.26
长期借款增加	-274.30	604.04	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	218.19	219.19	220.19	221.19	222.19	P/E	44.18	19.58	14.94	13.35	11.66
资本公积增加	968.20	6,193.0	891.22	-147.46	0.00	P/B	4.18	3.30	2.78	2.36	2.01
现金净增加额	-2,511.	-7,278.	549.49	4,098.7	257.00	EV/EBITDA	13.47	11.22	13.31	11.25	9.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

研究助理简介

耿梓瑜

金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526