

明阳智能 (601615.SH)

风机盈利承压，电站“滚动开发”加速

买入(维持评级)

当前价格: 20.66 元

目标价格: 39.80 元

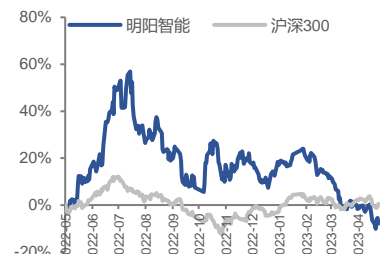
投资要点:

- 公司发布22年年报和23年一季报，业绩略低于预期。**22年营业收入307.5亿元，同比增长13.0%；归母净利润34.5亿元，同比增长9.4%。23Q1营业收入27.2亿元，同比下降61.8%；归母净利润-2.3亿元。主要系22Q4和23Q1基本没有海风订单交付，导致盈利下滑较多，预计23Q2起将陆续有海风订单交付，盈利将环比改善。
- 风机销量快速增长，价格下跌导致盈利承压。**22年全年风机销量为7.3GW，同比增长21.1%。23Q1风机销量0.9GW，同比下降41%。Q1为风电装机的淡季，预计Q2将有明显的环比改善。22年风机制造业务毛利率为18.6%，同比下降0.5pct，大兆瓦海上风机的盈利较优，6.XMW以上（主要是海风）的风机毛利率为25.4%，同比增长0.5pct。23Q1风机制造业务的毛利率为5.0%，同比/环比分别下20.7pct/6.4pct，Q1出货基本为陆上风机，预计Q2出货结构将有所改善，盈利能力环比Q1提升，但是风机价格仍在低位，盈利能力还将持续承压。
- 在手订单充沛，出海进程加速。**22年新签订单总量以及新签海上订单量均位列行业第一，截至23年3月底，公司在手订单容量32.25GW。海外方面，22年实现海外收入12.5亿元，同比增长628.1%。
- 电站“滚动开发”加速，风光储氢一体化布局初步成型。**23Q1公司电站运营收入4.1亿元，同比增长30.8%。截至23年3月底，公司在运营电站1.56GW，在建电站3.59GW，相比去年同期增加1.44GW。此外，22年光伏异质结电池片和组件生产线顺利投产，钙钛矿电池研发取得重要突破，储能系统出货1087MWh，风光储氢一体化布局持续完善。
- 盈利预测与投资建议：**考虑风机中标价格仍在不断走低，审慎考虑下调公司盈利预测，预计23-25年公司实现归母净利润45/59/77亿（下调12%/下调12%/新增），当前股价对应23-25年PE为10/8/6倍。考虑到公司是海上风机的龙头，有望充分受益于国内外海风的高景气度，调整目标价为39.80元/股（对应23年20X，下调12%），维持“买入”评级。
- 风险提示：**国内装机需求不及预期；原材料价格波动风险等。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2272/2109
总市值/流通市值（百万元）	46941/43572
每股净资产（元）	12.28
资产负债率（%）	60.50%
一年内最高/最低（元）	35.24/20.18

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟

执业证书编号: S0210522050005

邮箱: dw3787@hfzq.com.cn

相关报告

《明阳智能 (601615.SH): 海风景气度高企, 大兆瓦海风龙头先行》2022-03-29

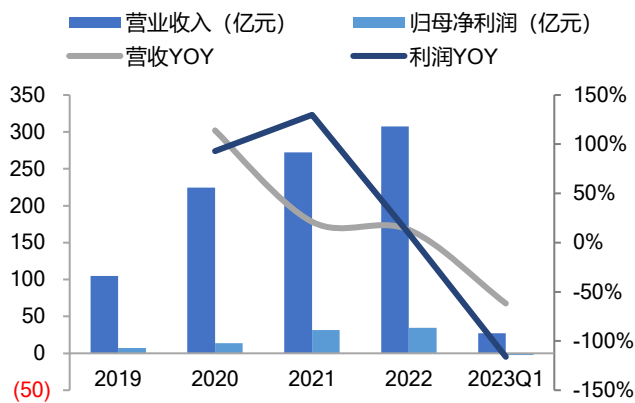
财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	27,216	30,748	37,753	44,247	51,965
增长率	21%	13%	23%	17%	17%
净利润（百万元）	3,158	3,455	4,511	5,901	7,714
增长率	130%	9%	31%	31%	31%
EPS（元/股）	1.39	1.52	1.99	2.60	3.39
市盈率（P/E）	14.9	13.6	10.4	8.0	6.1
市净率（P/B）	2.6	1.7	1.5	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

一、 业务分析

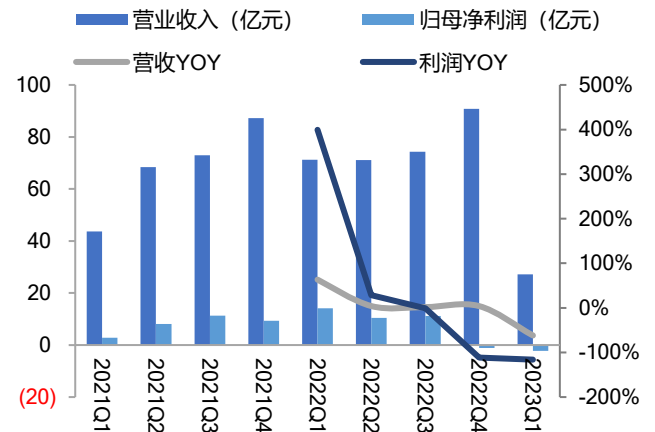
公司发布 22 年年报和 23 年一季报，业绩略低于预期。22 年实现营业收入 307.5 亿元，同比增长 13.0%；归母净利润 34.5 亿元，同比增长 9.4%。其中 Q4 实现营业收入 90.8 亿，同比增长 4.1%；归母净利润-1.1 亿元，同比下降 111.7%。23Q1 营业收入 27.2 亿元，同比下降 61.8%；归母净利润-2.3 亿元，同比下降 116.1%。主要系 22Q4 和 23Q1 基本没有海风订单交付，导致盈利下滑较多，预计 23Q2 起将陆续有海风订单交付，盈利将环比改善。

图表 1：2019-2023Q1 公司的营收和利润



数据来源：wind，明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

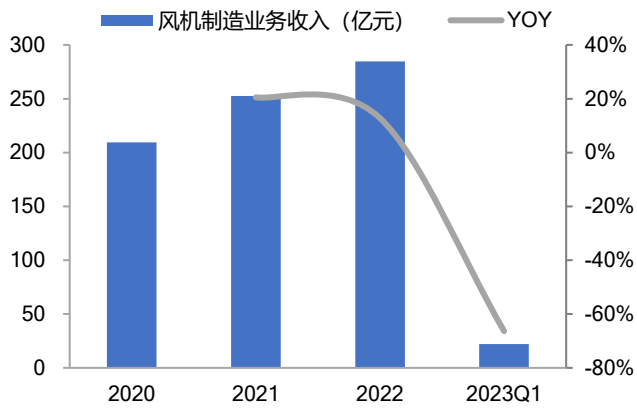
图表 2：2021Q1-2023Q1 公司的营收和利润



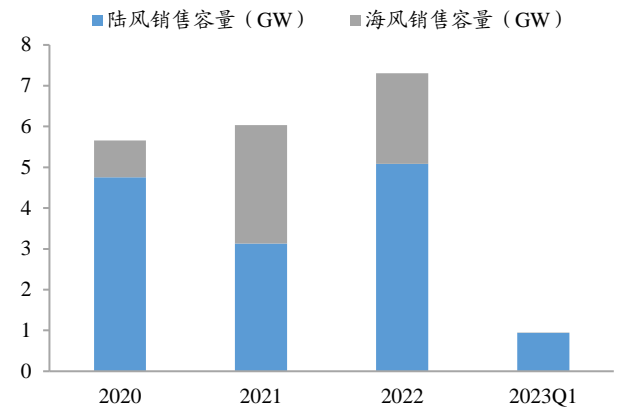
数据来源：wind，明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

1.1 风机销量快速增长，价格下跌导致盈利承压

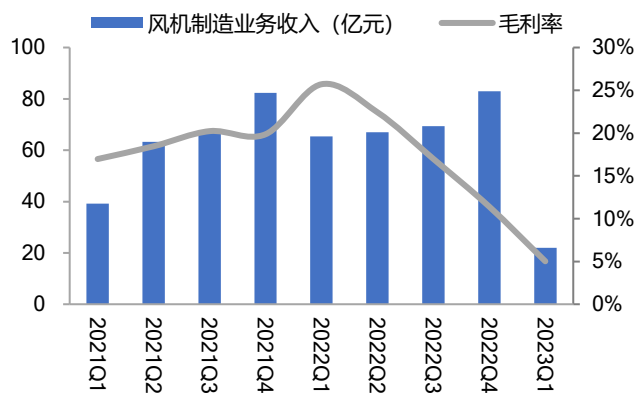
1) 收入：根据公司业绩演示材料的数据显示，22 年全年风机制造业务（年报中披露的风机及相关配件收入和电站产品销售收入合计，下同）实现收入 284.8 亿，同比上升 12.8%，其中 22Q4 实现收入 83.0 亿，同比增长 0.9%，23Q1 实现收入 22.0 亿，同比下降 66.3%。2) 销量：22 年全年风机销量为 7.3GW，同比增长 21.1%，其中陆风销量 5.1GW，同比增长 62.3%，海风销量 2.2GW，同比降低 23.4%，主要系海风抢装潮结束，行业需求下滑的影响。23Q1 风机销量 0.9GW，同比下降 41%，主要系去年同期有部分海风抢装潮订单的交付，形成了高基数。Q1 为风电装机的淡季，预计 Q2 将有明显的环比改善。3) 盈利：22 年全年风机制造业务销售毛利率 18.6%，同比下降 0.5pct，其中 Q4 销售毛利率为 11.4%，同比/环比分别下降 8.5pct/5.6pct，主要受风机价格下跌影响。分产品看，6.XMW 以上（主要是海风）的风机毛利率为 25.4%，同比增长 0.5pct，说明大兆瓦海上风机的盈利能力较优，后续随着海风需求的爆发，海风出货占比提升有望带动盈利能力改善。23Q1 风机制造业务的毛利率为 5.0%，同比/环比分别下降 20.7pct/6.4pct，Q1 出货基本为陆上风机，预计 Q2 出货结构将有所改善，盈利能力环比 Q1 提升，但是风机价格仍在低位，盈利能力还将持续承压。

图表 3：2020-2023Q1 风机制造业务收入


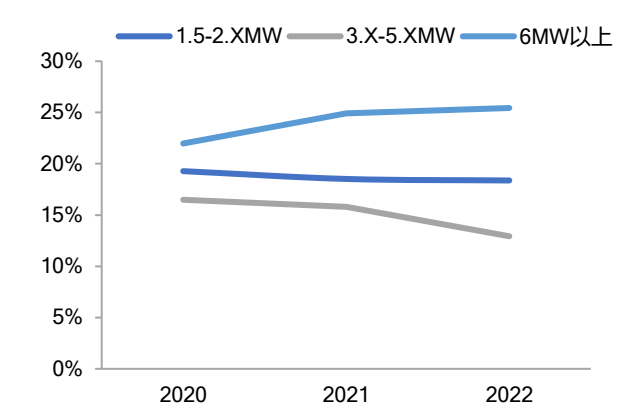
数据来源：明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

图表 4：2020-2023Q1 风机销售容量及结构


数据来源：明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

图表 5：2021Q1-2023Q1 风机制造业务的毛利率


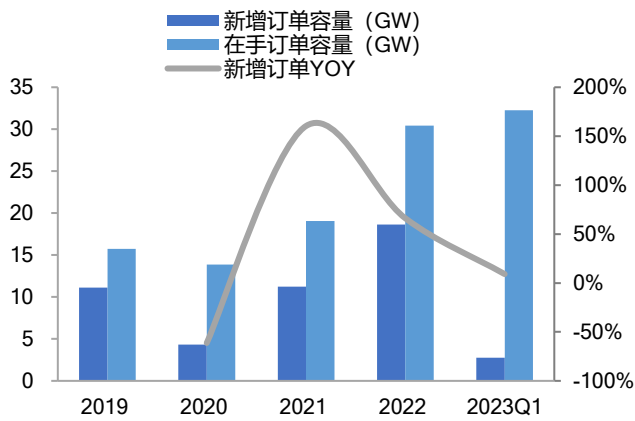
数据来源：明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

图表 6：不同单机容量的风机毛利率


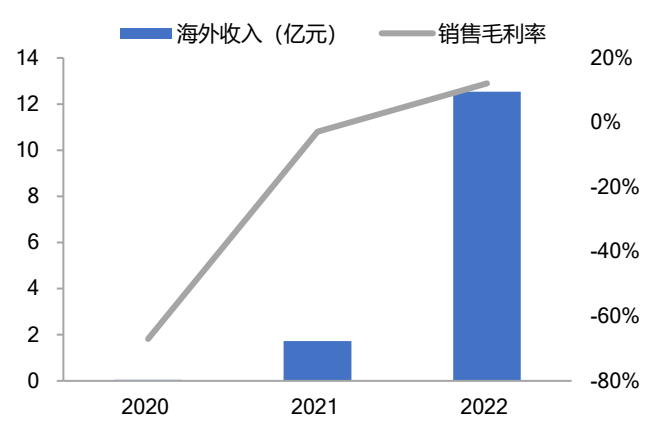
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 在手订单充沛，出海进程加速

新增订单快速增长，在手订单充沛。22年全年新增订单 18.7GW，同比增长 66.1%。根据 Wood Mackenzie 统计，22 年公司新签订单总量以及新签海上订单量均位列行业第一。23Q1 新增订单 2.8GW，同比增长 9.1%。截至 23 年 3 月底，公司在手订单容量 32.3GW，在手订单规模持续攀升。

图表 7：2019-2023Q1 新增订单以及在手订单容量


数据来源：明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

图表 8：2020-2022 年公司的海外收入情况


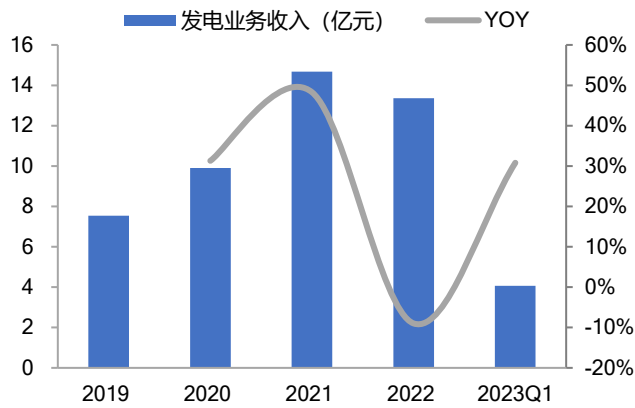
数据来源：公司公告，华福证券研究所

大兆瓦机型研发持续推进，风机产品力突出。报告期内，公司继续积极推动全行业风机大型化的进程。陆上风电方面，公司陆上风电超大机型 MySE 7.15MW 顺利下线，并发布了 MySE 8.5MW 陆上机型；海上风电方面，公司 MySE 12MW 海上风机顺利下线，同时发布了双转子漂浮式海上风电平台 Ocean-X；在风电叶片方面，公司自主研发设计和制造的 111.5 米抗台风型叶片和 126 米抗台风型叶片相继下线。在 Windpower Monthly 发布的 2022 年度“全球最佳风机”榜单中，公司 MySE6.25-200 机型入选“全球最佳陆上风机（5.6MW 以上）”第一名；MySE12-242 机型入选“全球最佳海上风机”第三名；MySE260 叶片也被评选为 2022 年度“全球最佳叶片”第二名。公司通过持续推动风机大型化和轻量化，使得风机单位材料消耗量不断下降，从而进一步降低风机产品的材料成本和制造成本。

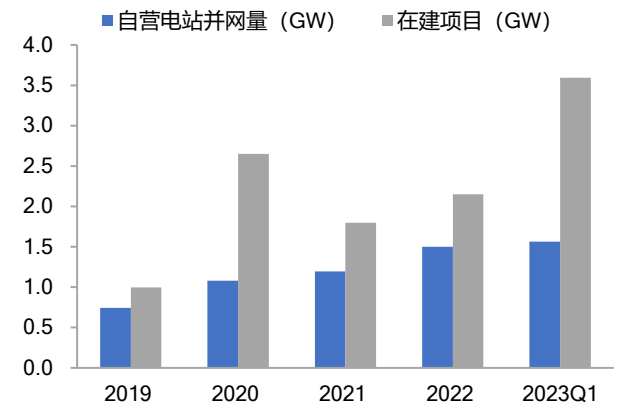
海外收入大幅增长，出海进程加速。22 年全年实现海外收入 12.5 亿元，同比增长 629.1%，销售毛利率为 12.1%。22 年初为位于富山县入善町海域的海风项目提供并交付三台 MySE 3MW 抗台风风机，成功进入日本海风市场。22 年上半年完成了意大利 Beleolico 30MW 海风项目的交付，实现了国内风机企业在欧洲海风市场销售为零的突破。2022 年 7 月，公司成功发行全球存托凭证（GDR）并在伦敦证券交易所挂牌上市（代码 MYSE.L），提高了公司在海外市场的知名度，有助于公司产品进入到盈利更高的欧洲海风市场。

1.3 电站滚动开发加速，风光储氢一体化布局初步成型

电站滚动开发加快，盈利能力有望持续上升。22 年公司电站运营实现收入 13.4 亿元，同比降低 9.0%。23Q1 公司电站运营收入 4.1 亿元，同比增长 30.8%。截至 23 年 3 月底，公司在运营电站 1.56GW，在建电站 3.59GW，相比去年同期增加 1.44GW。广东阳江 500MW 海上风电项目和海南东方 1500MW 海上风电项目均已开工。随着风机价格战日趋激烈，公司有着丰富的电站资源储备，通过加速电站的滚动开发，能拉动风机产品的销售，稳定盈利能力，增强竞争优势。

图表 9：2019-2023Q1 发电业务收入


数据来源：明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

图表 10：2019-2023Q1 电站运营及在建的规模


数据来源：明阳智能业绩演示材料，华福证券研究所

光伏、储能、氢能产业逐步落地，风光储氢一体化布局初步成型。报告期内，公司的光伏异质结电池片和组件生产线顺利投产，钙钛矿电池研发也取得了重要突破，储能系统业务出货 1087MWh，出货量位居“储能领跑者联盟”（EESA）统计的国内储能系统集成（不含户储）行业第九名。随着公司风光储氢一体化布局得到进一步完善，结合自身风光储氢整体电站设计能力，公司风光储氢协同效应初显。

1.4 盈利预测与投资建议

考虑风机中标价格仍在不断走低，审慎考虑下调公司盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润 45/59/77 亿（下调 12%/下调 12%/新增），当前股价对应 23-25 年 PE 为 10/8/6 倍。考虑到公司是海上风机的龙头，有望充分受益于国内外海风的高景气度，调整目标价为 39.80 元/股（对应 23 年 20X，下调 12%），维持“买入”评级。

风险提示：国内装机需求不及预期；原材料价格波动风险等。

图表 11：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,157	22,411	29,645	36,149	营业收入	30,748	37,753	44,247	51,965
应收票据及账款	10,774	9,110	11,835	14,838	营业成本	24,602	30,328	35,817	42,384
预付账款	844	1,060	1,107	1,415	税金及附加	146	189	221	260
存货	8,024	12,534	14,204	16,052	销售费用	1,193	1,397	1,549	1,715
合同资产	653	817	920	1,102	管理费用	825	944	1,106	1,247
其他流动资产	4,665	7,627	9,348	9,701	研发费用	844	944	1,062	1,143
流动资产合计	35,464	52,743	66,139	78,155	财务费用	-48	5	-175	-129
长期股权投资	488	566	664	779	信用减值损失	-237	-264	-310	-364
固定资产	10,714	12,490	14,089	15,352	资产减值损失	-183	-189	-221	-260
在建工程	5,601	3,734	1,497	-74	公允价值变动收益	18	38	44	52
无形资产	1,585	1,713	1,868	2,147	投资收益	704	1,133	1,991	3,378
商誉	69	69	69	69	其他收益	378	491	575	676
其他非流动资产	15,020	14,995	17,555	20,578	营业利润	3,865	5,153	6,746	8,826
非流动资产合计	33,476	33,567	35,741	38,852	营业外收入	24	38	44	52
资产合计	68,940	86,310	101,880	117,006	营业外支出	31	38	44	52
短期借款	260	0	0	0	利润总额	3,858	5,153	6,746	8,826
应付票据及账款	17,229	23,504	28,489	32,080	所得税	409	680	889	1,164
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,449	4,474	5,857	7,662
合同负债	7,566	11,621	12,538	14,502	少数股东损益	-5	-38	-44	-52
其他应付款	1,529	1,888	2,212	2,598	归属母公司净利润	3,454	4,511	5,901	7,714
其他流动负债	1,774	3,314	3,893	4,574	EPS (按最新股本摊薄)	1.52	1.99	2.60	3.39
流动负债合计	28,357	40,326	47,132	53,754					
长期借款	5,257	5,068	7,059	6,799					
应付债券	1,382	1,699	1,991	2,338					
其他非流动负债	5,579	6,795	7,965	9,354					
非流动负债合计	12,218	13,562	17,015	18,491					
负债合计	40,575	53,889	64,146	72,246					
归属母公司所有者权益	28,114	32,207	37,564	44,643					
少数股东权益	252	214	170	118					
所有者权益合计	28,365	32,421	37,733	44,761					
负债和股东权益	68,940	86,310	101,880	117,006					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-796	9,672	5,562	6,691
现金收益	4,385	5,590	6,959	8,965
存货影响	1,580	-4,510	-1,670	-1,847
经营性应收影响	-5,062	1,636	-2,550	-3,052
经营性应付影响	-2,770	6,633	5,310	3,977
其他影响	1,072	323	-2,486	-1,352
投资活动现金流	-9,950	468	-1,444	-1,197
资本支出	-7,051	-1,149	-795	-1,404
股权投资	76	-78	-97	-116
其他长期资产变化	-2,975	1,695	-552	323
融资活动现金流	7,817	1,114	3,116	1,010
借款增加	1,651	709	2,543	396
股利及利息支付	-615	-885	-1,030	-1,110
股东融资	6,668	316	0	0
其他影响	113	974	1,603	1,724

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	13.0%	22.8%	17.2%	17.4%
EBIT 增长率	-2.3%	35.4%	27.4%	32.3%
归母净利润增长率	9.4%	30.6%	30.8%	30.7%
获利能力				
毛利率	20.0%	19.7%	19.1%	18.4%
净利率	11.2%	11.8%	13.2%	14.7%
ROE	12.2%	13.9%	15.6%	17.2%
ROIC	15.2%	16.4%	17.4%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	58.9%	62.4%	63.0%	61.7%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	97	95	85	92
存货周转天数	129	122	134	128
每股指标 (元)				
每股收益	1.52	1.99	2.60	3.39
每股经营现金流	-0.35	4.26	2.45	2.94
每股净资产	12.37	14.18	16.53	19.65
估值比率				
P/E	14	10	8	6
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	141	108	86	67

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn