

明阳智能 (601615.SH)

海风龙头在手订单充足，回购预案彰显长期成长信心

事件：公司发布《2022 年年报》和《2023 年一季度报》，业绩短期承压。2022 年公司实现营收 307.48 亿元，同比+13.0%；归母净利润 34.55 亿元，同比+9.4%。其中 2023Q1 公司实现营收 27.20 亿元，同比-61.84%，环比-70.1%；归母净利润-2.26 亿元，同比-116.07%持续亏损，业绩短期承压。

事件：公司发布《回购预案》，彰显公司长期发展信心。此次公司回购股份资金总额不超 10 亿元（含），不低于 5 亿元（含），按照回购价格上限 20 元/股进行测算，回购数量为 2500-5000 万股，占公司总股本 1.10%-2.20%，本此回购股票拟用于股权激励，彰显了公司长期发展的信心。

价格下跌带来盈利阶段性承压，Q2 海风窗口期至盈利有望改善。2022 年公司实现风机对外销售容量 7.3GW，同比+21%，价格为 3.12 元/W，同比-25%；其中陆风 5.09GW，同比+62%，海风 2.22GW，同比-23%，毛利率 18.64%，同比-0.51pct。2023Q1 公司实现风机销售容量 0.95GW，同比-41%，价格为 2.33 元/W，同比-43%，其中陆风约 0.94GW，同比-4%，海风电 8MW，同比-99%，毛利率为 5.02%，同比-20.71pct。公司盈利能力阶段性承压公司风机价格大幅下降所制。从盈利结构看，大兆瓦海上风机盈利性更强，2022 年 6.X 以上的机型（均为海风）毛利率达 25.44%，同比+0.53pct。2023Q1 公司无海风出货，所以盈利较低。考虑到海风装机 2023Q2 窗口期至，预计随着公司海风出货占比提升，公司盈利有望改善。

在手订单丰富，海风占比 1/3，后续需求无需担忧。2022 年，公司风电机组新增订单达到 18.65GW，同比增长 66%。截至 2022 年底，公司在手订单 30.42GW。据 WoodMac 披露，2022 年公司新签订单为国内首位，包括 6.5GW 海上风电订单，占公司订单 1/3，亦为海上风机订单量之最。2023 年一季度，公司风电机组新增订单达到 2.78GW，截至 2023 年 3 月，公司在手订单 32.25GW。从公司在手订单量及海风订单量看，公司后续需求充足，且海风 1/3 结构占比有助提升后续公司盈利性。

“滚动开发”运营模式成熟，风光储氢布局初步成型。截至 2022 年底，公司已投产新能源电站容量 1502MW，同比+25.9%；在建装机容量约 2152MW，同比+19.8%。2023Q1 公司已投产新能源电站容量 1563MW，在建装机容量约 3592MW。2022 年公司光伏异质结电池片和组件生产线顺利投产，储能系统报告期内出货达到 1087MWh。公司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；储能系统出货达到 1087MWh，出货量位居 EESA 统计国内行业第九名。公司风光储氢一体化布局协同效应初显。

盈利预测：预计公司 2023~2025 年实现归母净利润 46.32/56.37/75.04 亿元，对应 PE 估值 8.7/7.2/5.4 倍，维持“增持”评级。

风险提示：海风需求不及预期，原材料价格大幅上涨，风机价格持续下跌。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	27,216	30,748	42,484	52,193	63,304
增长率 yoy（%）	21.2	13.0	38.2	22.9	21.3
归母净利润（百万元）	3,158	3,455	4,632	5,637	7,504
增长率 yoy（%）	129.8	9.4	34.1	21.7	33.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.39	1.52	2.04	2.48	3.30
净资产收益率（%）	16.3	12.2	14.4	15.0	16.8
P/E（倍）	12.8	11.7	8.7	7.2	5.4
P/B（倍）	2.2	1.4	1.3	1.1	0.9

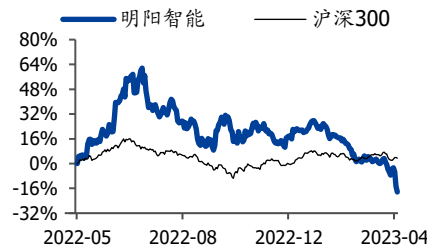
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	风电设备
前次评级	增持
5月5日收盘价(元)	17.81
总市值(百万元)	40,465.85
总股本(百万股)	2,272.09
其中自由流通股(%)	92.82
30日日均成交量(百万股)	29.74

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《明阳智能（601615.SH）：提前锁定轴承供应，预期交付实现高增》2022-09-28
- 《明阳智能（601615.SH）：风机盈利亮眼，龙头地位不断强化》2022-09-02
- 《明阳智能（601615.SH）：风机盈利超预期，滚动开发贡献业绩增量》2022-05-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	37686	35464	55070	66339	99033
现金	14071	11157	20219	30830	51615
应收票据及应收账款	5872	10774	12226	16030	18241
其他应收款	507	784	1000	1192	1467
预付账款	500	844	1013	1268	1499
存货	9664	8024	16731	13138	22329
其他流动资产	7071	3881	3881	3881	3881
非流动资产	23863	33476	39815	43952	48142
长期投资	564	488	434	382	331
固定资产	9606	10715	16493	20443	24463
无形资产	1149	1844	1932	2004	2070
其他非流动资产	12545	20429	20956	21123	21278
资产总计	61550	68940	94885	110291	147175
流动负债	33250	28357	49964	60863	91829
短期借款	98	260	260	260	260
应付票据及应付账款	19438	17229	35740	47345	75980
其他流动负债	13714	10869	13965	13259	15590
非流动负债	9749	12218	12598	11871	10744
长期借款	4699	6639	7019	6292	5165
其他非流动负债	5049	5579	5579	5579	5579
负债合计	42999	40575	62562	72734	102573
少数股东权益	100	252	268	268	268
股本	1956	2272	2272	2272	2272
资本公积	10667	16967	16967	16967	16967
留存收益	5921	8900	12813	17548	23824
归属母公司股东权益	18451	28114	32054	37288	44334
负债和股东权益	61550	68940	94885	110291	147175

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5398	-796	13770	15458	26490
净利润	3016	3449	4648	5637	7504
折旧摊销	832	983	1053	1446	1807
财务费用	255	-48	195	-8	-399
投资损失	-918	-704	-2082	-1574	-1225
营运资金变动	1505	-5371	9977	9984	18836
其他经营现金流	707	894	-21	-27	-33
投资活动现金流	-6935	-9950	-5288	-3983	-4738
资本支出	7387	8009	6392	4189	4240
长期投资	-2682	-3212	54	52	51
其他投资现金流	-2230	-5153	1158	258	-447
筹资活动现金流	-636	7817	579	-864	-966
短期借款	-51	161	0	0	0
长期借款	319	1940	380	-727	-1127
普通股增加	81	316	0	0	0
资本公积增加	891	6300	0	0	0
其他筹资现金流	-1877	-899	199	-137	161
现金净增加额	-2187	-2576	9062	10611	20786

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	27216	30748	42484	52193	63304
营业成本	21339	24602	34430	41542	49330
营业税金及附加	216	146	212	261	317
营业费用	1184	1193	1699	2088	2342
管理费用	672	825	1275	1670	2216
研发费用	872	844	1275	1566	1899
财务费用	255	-48	195	-8	-399
资产减值损失	-201	-183	0	0	0
其他收益	359	378	0	0	0
公允价值变动收益	68	18	21	27	33
投资净收益	918	704	2082	1574	1225
资产处置收益	-1	-1	0	0	0
营业利润	3680	3865	5501	6676	8858
营业外收入	22	24	19	19	21
营业外支出	56	31	52	63	51
利润总额	3646	3858	5468	6632	8829
所得税	630	409	820	995	1324
净利润	3016	3449	4648	5637	7504
少数股东损益	-142	-5	16	0	0
归属母公司净利润	3158	3455	4632	5637	7504
EBITDA	4372	4960	6291	7547	9604
EPS (元)	1.39	1.52	2.04	2.48	3.30

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	21.2	13.0	38.2	22.9	21.3
营业利润(%)	133.0	5.0	42.3	21.3	32.7
归属于母公司净利润(%)	129.8	9.4	34.1	21.7	33.1
获利能力					
毛利率(%)	21.6	20.0	19.0	20.4	22.1
净利率(%)	11.6	11.2	10.9	10.8	11.9
ROE(%)	16.3	12.2	14.4	15.0	16.8
ROIC(%)	10.7	9.2	10.2	10.7	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	69.9	58.9	65.9	65.9	69.7
净负债比率(%)	-27.7	-2.9	-26.0	-51.9	-92.3
流动比率	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.7	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.0	0.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.52	2.04	2.48	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	-0.35	6.06	6.80	11.66
每股净资产(最新摊薄)	8.12	12.37	14.11	16.41	19.51
估值比率					
P/E	12.8	11.7	8.7	7.2	5.4
P/B	2.2	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.1	8.0	5.1	2.8	-0.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com