

明阳智能(601615)

报告日期: 2023年05月11日

海上风机盈利能力持续高位, 在建电站规模高速增长

——明阳智能 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

投资要点

□ **22 年营收稳健增长, 23Q1 交付结构影响盈利。**

22 年公司营业收入 307.48 亿元, 同比增长 12.98%; 归母净利润 34.55 亿元, 同比增长 9.40%; 毛利率为 19.99%, 同比减少 1.44pct。23Q1 公司实现营业收入 27.20 亿元, 同比下降 61.84%; 归母净利润-2.26 亿元, 同比下降 116.07%; 毛利率 13.37%, 同比减少 13.12pct, 主要系一季度盈利能力偏高的海上风机出货占比偏低。

□ **风机: 海上风机盈利能力持续高位, 在手订单充足支撑高速增长。**

22 年公司风机及相关配件销售业务实现营收 228.07 亿元, 同比下降 9.67%; 毛利率为 17.77%, 同比减少 1.39pct; 风机实现销售 7.31GW, 同比增长 21.14%; 其中海上风机交付 2.22GW, 同比下降 23.37%; 陆上风机实现交付 5.09GW, 同比增长 62.28%。公司海上风机盈利能力强劲: 22 年以海上风机为主的 6.XMW 风机实现毛利率为 25.44%, 同比提升 0.53pct。公司风机在手订单充沛, 截至 23Q1, 公司风机在手订单累计 32.25GW, 较 22 年底新增 1.83GW, 支撑公司高速增长。

□ **新能源运营: 在建规模高速增长, 滚动开发模式获取稳定现金流。**

22 年公司风力发电业务实现营收 13.36 亿元, 同比下降 9.03%; 毛利率为 59.88%; 同比减少 6.79pct。截至 23Q1 末, 公司在运营的新能源电站装机容量 1.56GW, 相比去年同期增长 24.74%; 在建装机容量 3.59GW, 相比去年同期增长 106.79%; 在建电站规模高速增长保证公司增长持续性。公司以“开发一批、建设一批、转让一批”为主要经营模式。通过对新能源电站进行“滚动开发”实现稳定现金流。

□ **盈利预测及估值**

维持盈利预测, 维持“增持”评级。公司为国内风电设备龙头供应商, 加速新能源电站建设开发, 我们维持公司 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 46.48、53.75、70.27 亿元, 对应 EPS 分别为 2.05、2.37、3.09 元/股, 对应 PE 分别为 9、8、6 倍。**维持“增持”评级。**

□ **风险提示: 原材料价格上涨, 产品价格下降, 风电装机不及预期。**

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30747.78	37987.25	48757.07	59415.29
(+/-) (%)	12.98%	23.54%	28.35%	21.86%
归母净利润	3454.61	4647.65	5374.64	7027.48
(+/-) (%)	9.40%	34.53%	15.64%	30.75%
每股收益(元)	1.52	2.05	2.37	3.09
P/E	12	9	8	6
ROE(%)	14.86%	15.12%	15.02%	16.74%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 增持(维持)

分析师: 张雷
 执业证书号: S1230521120004
 zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨
 执业证书号: S1230522040003
 chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理: 卢书剑
 lushujian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.62
总市值(百万元)	42,306.24
总股本(百万股)	2,272.09

股票走势图



相关报告

- 《Q3 盈利稳步增长, 在手订单维持优势——明阳智能 2022 年三季报点评报告》 2022.11.08
- 《H1 业绩快速增长, 风机新签订单行业第一——明阳智能 2022 年半年报点评报告》 2022.09.09
- 《【浙商电新】明阳智能 (601615) 2021 年报点评: 海上风机龙头业绩高增, 大机型占比快速提升 20220415》 2022.04.15

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	35464	38833	42942	49483
现金	11157	11003	10277	12226
交易性金融资产	200	67	89	119
应收账款	10774	12213	14377	15988
其它应收款	778	912	1121	1307
预付账款	844	967	1217	1469
存货	8024	9988	12175	14689
其他	3687	3685	3685	3685
非流动资产	33476	38736	45903	51011
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	488	572	572	572
固定资产	10714	16460	22129	27381
无形资产	1585	1585	1585	1585
在建工程	5601	6800	7400	7700
其他	15089	13319	14216	13773
资产总计	68940	77570	88845	100494
流动负债	28357	32179	35938	38413
短期借款	260	100	100	100
应付款项	17229	20298	23538	25461
预收账款	0	0	0	0
其他	10869	11781	12301	12852
非流动负债	12218	12292	14438	16593
长期借款	5257	7257	9257	11257
其他	6961	5035	5182	5336
负债合计	40575	44471	50377	55006
少数股东权益	252	247	242	235
归属母公司股东权益	28114	32852	38226	45254
负债和股东权益	68940	77570	88845	100494

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(796)	2546	3129	4689
净利润	3449	4643	5369	7020
折旧摊销	983	1054	1730	2448
财务费用	(48)	294	406	507
投资损失	(704)	(3196)	(2613)	(3800)
营运资金变动	(5676)	1627	855	27
其它	1199	(1876)	(2619)	(1513)
投资活动现金流	(9950)	(4754)	(5413)	(4234)
资本支出	(5385)	(8001)	(8003)	(8004)
长期投资	76	(84)	0	0
其他	(4641)	3331	2590	3770
筹资活动现金流	7817	2053	1558	1493
短期借款	161	(160)	0	0
长期借款	1818	2000	2000	2000
其他	5838	213	(442)	(507)
现金净增加额	(2929)	(154)	(725)	1949

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30748	37987	48757	59415
营业成本	24602	32219	40582	48963
营业税金及附加	146	220	300	330
营业费用	1193	1519	1950	2377
管理费用	825	836	1073	1307
研发费用	844	950	1219	1485
财务费用	(48)	294	406	507
资产减值损失	420	323	414	505
公允价值变动损益	18	0	0	0
投资净收益	704	3196	2613	3800
其他经营收益	377	474	760	535
营业利润	3865	5296	6185	8276
营业外收支	(7)	(20)	(14)	(17)
利润总额	3858	5276	6172	8259
所得税	409	633	802	1239
净利润	3449	4643	5369	7020
少数股东损益	(5)	(5)	(5)	(7)
归属母公司净利润	3455	4648	5375	7027
EBITDA	4977	6624	8308	11214
EPS (最新摊薄)	1.52	2.05	2.37	3.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.98%	23.54%	28.35%	21.86%
营业利润	4.99%	37.04%	16.78%	33.81%
归属母公司净利润	9.40%	34.53%	15.64%	30.75%
获利能力				
毛利率	19.99%	15.18%	16.77%	17.59%
净利率	11.22%	12.22%	11.01%	11.82%
ROE	14.86%	15.12%	15.02%	16.74%
ROIC	9.72%	11.76%	11.68%	12.84%
偿债能力				
资产负债率	58.86%	57.33%	56.70%	54.74%
净负债比率	15.24%	18.98%	20.66%	22.56%
流动比率	1.25	1.21	1.19	1.29
速动比率	0.97	0.90	0.86	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.52	0.59	0.63
应收账款周转率	3.70	3.26	3.53	3.67
应付账款周转率	2.48	3.03	3.25	3.49
每股指标(元)				
每股收益	1.52	2.05	2.37	3.09
每股经营现金	-0.35	1.12	1.38	2.06
每股净资产	12.37	14.46	16.82	19.92
估值比率				
P/E	12.25	9.10	7.87	6.02
P/B	1.50	1.29	1.11	0.93
EV/EBITDA	11.04	6.08	5.17	3.83

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>