

## 明阳智能(601615.SH)

## 陆续中标海风项目，山东市场拓展成效显著

## 推荐 (维持)

股价:24.1元

## 主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.mywind.com.cn
大股东/持股	香港中央结算有限公司/11.67%
实际控制人	吴玲,张传卫,张瑞
总股本(百万股)	2,272
流通A股(百万股)	2,109
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	548
流通A股市值(亿元)	508
每股净资产(元)	12.41
资产负债率(%)	57.1

## 行情走势图



## 证券分析师

皮秀

投资咨询资格编号  
S1060517070004  
PIXIU809@pingan.com.cn



## 事项:

近日，国华投资山东国华时代投资发展有限公司半岛南U2场址600MW海上风电项目风力发电机组设备采购公开招标中标候选人公示，明阳智能成为该项目第一中标候选人。

## 平安观点:

- **新增订单规模领先，山东海风市场拓展成效显著。**国华投资半岛南U2场址600MW海上风电项目位于山东威海海域，规划装机容量600MW，采用71台单机容量8.5MW的海风机组，计划的交付时间为2023年三季度之前；公司作为该项目的第一中标候选人，报价价格（含塔筒）为21.58亿元，对应单价为3597元/kW。在此之前，公司已经在山东市场中标了两个项目，其中，国家电投山东半岛南U场址一期450MW项目（含塔筒）投标总价约16.16亿元，折合单价约3591元/kW，项目位于威海乳山海域；华能山东半岛北BW场址510MW海上风电项目（含塔筒）投标报价17.38亿元，折合单价约3407元/kW，项目位于山东烟台海域。近年，公司大力拓展山东海上风电这一新兴市场，山东明阳高端海洋装备智能制造项目（一期）正处于建设过程中，公司通过本地化投资开拓市场的策略成效显著，2022年公司在山东市场获得的海上风机订单达到1560MW，订单规模领先主要竞争对手，表明公司保持在广东市场绝对优势地位的同时，成功开拓了山东这一优势市场。此外，公司也在江苏响水、福建漳浦、河北唐山、海南东方等地投资建设生产基地，未来有望进一步打开其他市场。
- **漂浮式海上风机技术领先，有望构建差异化竞争优势。**2022年9月，公司召开新品发布会并推出OceanX（中文名：蓝色能动）双转子漂浮式海上风力发电机，该新品单机容量16.6MW，排水量15155吨。根据公司披露信息，OceanX的两个小风轮朝相反方向转动，由于叶片相对较短，能降低尾流影响，实现比同样扫风面积的单个大风轮多发电4.29%的效果。该产品的全尺寸产品已由公司开发完成，预计于2023年安装于明阳

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	22,457	27,158	30,352	35,785	45,231
YOY(%)	114.0	20.9	11.8	17.9	26.4
净利润(百万元)	1,374	3,101	4,278	5,565	7,233
YOY(%)	92.8	125.7	38.0	30.1	30.0
毛利率(%)	18.6	21.4	23.8	23.7	24.9
净利率(%)	6.1	11.4	14.1	15.6	16.0
ROE(%)	9.3	16.9	14.8	16.5	18.1
EPS(摊薄/元)	0.60	1.36	1.88	2.45	3.18
P/E(倍)	39.9	17.7	12.8	9.8	7.6
P/B(倍)	3.8	3.0	1.9	1.6	1.4

阳江青洲四项目。2022年12月，海南省发改委发布《关于中电建万宁漂浮式海上风电试验项目一期工程核准的批复》，一期工程规模200MW，拟安装12台单机容量16MW以上风机，参考目前市场上各风机企业漂浮式技术发展情况，公司的OceanX产品有望在该项目率先实现商业化批量应用，并构建起公司在漂浮式海上风机领域的差异化竞争优势。

**自营海上风电场开工建设，风电运营业务有望快速增长。**截至2022年三季度，公司自营新能源电站规模1244MW，以陆上风电场为主。2022年8月，明阳阳江青洲四海上风电项目举行施工启动仪式，该项目装机容量500MW，预计2023年年底建成投产，每年发电量约18.3亿千瓦时；2022年11月，明阳海南东方CZ9海上风电场示范项目动工，该项目总装机容量为1500MW，投产后预计每年发电量49.5亿度电。我们估算，这两个海上风电场建成投产后，如果由公司自持运营，有望带来10亿元左右的利润增量。

**投资建议。**考虑新增风机订单情况好于预期，调整公司盈利预测，预计2022-2023年归母净利润42.78、55.65亿元（原预测值41.53、41.63亿元），对应的动态PE分别为12.8、9.8倍。公司风机业务竞争力突出，新能源运营业务有望持续成长，维持公司“推荐”评级。

**风险提示。**（1）海上风电需求受政策等诸多因素影响，存在不及预期的风险。（2）2022年以来海上风机招标价格大幅下降，公司海上风机产品毛利率可能承压。（3）国内海上风机竞争加剧和公司市占份额下降的风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	37,626	42,673	49,643	62,220
现金	14,071	17,577	21,126	27,488
应收票据及应收账款	7,923	8,324	9,324	11,166
其他应收款	507	567	668	845
预付账款	500	582	686	867
存货	9,604	10,012	11,223	13,492
其他流动资产	5,020	5,611	6,615	8,361
<b>非流动资产</b>	23,867	27,581	29,825	31,710
长期投资	564	596	629	662
固定资产	9,903	11,656	14,943	17,311
无形资产	894	900	902	902
其他非流动资产	12,506	14,428	13,351	12,835
<b>资产总计</b>	61,493	70,254	79,468	93,930
<b>流动负债</b>	33,250	35,011	39,439	47,681
短期借款	98	0	0	0
应付票据及应付账款	19,438	20,277	22,071	25,868
其他流动负债	13,714	14,735	17,369	21,813
<b>非流动负债</b>	9,749	6,189	6,189	6,189
长期借款	4,984	1,424	1,424	1,424
其他非流动负债	4,765	4,765	4,765	4,765
<b>负债合计</b>	42,999	41,200	45,628	53,869
少数股东权益	100	100	100	100
股本	1,956	2,272	2,272	2,272
资本公积	10,667	17,231	17,231	17,231
留存收益	5,771	9,450	14,237	20,457
<b>归属母公司股东权益</b>	18,395	28,954	33,740	39,961
<b>负债和股东权益</b>	61,493	70,254	79,468	93,930

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	5,342	4,907	6,947	9,944
净利润	2,959	4,278	5,565	7,233
折旧摊销	832	1,319	1,788	2,148
财务费用	255	-1	-124	-174
投资损失	-918	-1,203	-1,533	-1,533
营运资金变动	1,561	319	1,007	2,026
其他经营现金流	653	194	243	243
<b>投资活动现金流</b>	-6,935	-4,024	-2,743	-2,743
资本支出	7,741	5,000	4,000	4,000
长期投资	-2,682	0	0	0
其他投资现金流	-11,994	-9,024	-6,743	-6,743
<b>筹资活动现金流</b>	-636	2,624	-655	-839
短期借款	-51	-98	0	0
长期借款	604	-3,560	0	0
其他筹资现金流	-1,189	6,282	-655	-839
<b>现金净增加额</b>	-2,242	3,506	3,549	6,362

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	27,158	30,352	35,785	45,231
营业成本	21,338	23,128	27,308	33,963
税金及附加	216	197	233	294
营业费用	1,184	1,324	1,521	1,877
管理费用	672	751	859	1,063
研发费用	872	1,093	1,217	1,493
财务费用	255	-1	-124	-174
资产减值损失	-201	-243	-215	-226
信用减值损失	-140	-212	-54	-68
其他收益	359	350	400	400
公允价值变动收益	68	0	0	0
投资净收益	918	1,203	1,533	1,533
资产处置收益	-1	3	3	3
<b>营业利润</b>	3,623	4,960	6,439	8,356
营业外收入	22	17	17	17
营业外支出	56	60	60	60
<b>利润总额</b>	3,589	4,917	6,397	8,314
所得税	630	639	832	1,081
<b>净利润</b>	2,959	4,278	5,565	7,233
少数股东损益	-142	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	3,101	4,278	5,565	7,233
EBITDA	4,676	6,236	8,061	10,288
EPS (元)	1.36	1.88	2.45	3.18

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	20.9	11.8	17.9	26.4
营业利润(%)	129.5	36.9	29.8	29.8
归属于母公司净利润(%)	125.7	38.0	30.1	30.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	21.4	23.8	23.7	24.9
净利率(%)	11.4	14.1	15.6	16.0
ROE(%)	16.9	14.8	16.5	18.1
ROIC(%)	57.8	37.0	35.8	41.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	69.9	58.6	57.4	57.4
净负债比率(%)	-48.6	-55.6	-58.2	-65.1
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.4	3.7	3.8	4.1
应付账款周转率	2.1	2.2	2.4	2.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.88	2.45	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	2.16	3.06	4.38
每股净资产(最新摊薄)	8.10	12.74	14.85	17.59
<b>估值比率</b>				
P/E	17.7	12.8	9.8	7.6
P/B	3.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.5	6.6	4.7	3.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层  
邮编:518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼  
邮编:200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层  
邮编:100033