

2022年12月28日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

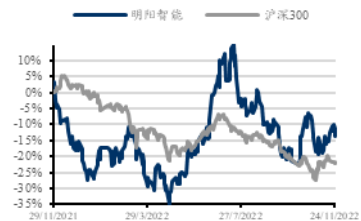
海风明日之子，半直驱技术领先 买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,158	29,804	37,133	47,309
同比 (%)	21%	10%	25%	27%
归母净利润 (百万元)	3,101	4,115	5,450	7,137
同比 (%)	126%	33%	32%	31%
每股收益 (元/股)	1.36	1.81	2.40	3.14
P/E (倍)	20.23	15.24	11.51	8.79

投资要点

- **海上风机龙头，半直驱领军者：**公司成立于2006年，从事风机及其核心部件的研发、生产、销售，以及新能源电站投资运营。根据CWEA统计，2021年公司新增风电装机6.93GW，市占率12.4%，位列全国第三。其中，海风新增装机3.78GW，市占率26.1%，位列全国第二。公司是国内紧凑型半直驱技术的领军者，经历数十年摸索、迭代，奠定海上风电龙头地位。2021年实现营收272亿元，同比+21%，归母净利润31亿元，同比+126%，主要得益于海风抢装，高毛利海上机组出货占比提升增厚利润。
- **海上风电成长无虞，国内风机对经济性敏感，半直驱技术有望成为主流。**海上风电不存在消纳瓶颈，并且具备高发电量、低波动性等优势，发展空间大。结合沿海各省十四五规划，我们预计2022-2025年海风新增装机分别5/12/16/20GW，CAGR59%。国内海风平价伊始，对初始投资敏感，风机占海风初始投资成本35-45%，将是降本重点，22年以来最高/低中标价相差42%，随着海风平价推进，整机企业将迎来较大降本压力。相比双馈，半直驱发电效率、可靠性更高；相比直驱，更加轻量化。综合经济性与可靠性，半直驱有望成为国内海风主流。
- **深耕半直驱路线，技术、成本优势显著：**1) **创新超紧凑半直驱风机，轻量化降本。**深耕半直驱技术14年，具备先发优势，自主创新超紧凑半直驱机型，集成度高，实现轻量化降本；2) **风机大型化引领者，大兆瓦研发步伐领先。**公司主流产品已覆盖陆上3-7MW，海上4-16MW机型。2021年5-6MW和6MW以上大型风机出货占比达17%/29%，高出行业平均水平9pct/14pct；3) **自研自产核心零部件，具备供应链优势。**公司具备叶片、变频器、变桨控制系统、电气控制系统等核心零部件的自主研发、制造能力，2021年预计实现单位成本下降超5%。同时与新强联战略合作，保供大兆瓦国产主轴轴承，有望在海风降本中保持领先优势。
- **双海战略高举高打，争当国内整机出口破局者：**1) **凭借技术和区位优势，国内海风市占率有望不断提升：**2022年1-9月海上风电中标量4.77GW，中标份额43%，跃居首位。一方面，公司通过自主创新，引领海风大型化进程；一方面，属地化布局，把握国内沿海各省海风发展机遇，公司总部位于广东，往年广东省海风中胜率超70%，同时在江苏、山东、福建、海南等海风大省建设生产基地。2) **出海：本地化投资与战略合作并举，前瞻布局欧洲高端市场。**2021年新增外销455MW，同比+19.74%，分布于欧洲、东南亚等地区。完成意大利Beleolico30MW海风项目供货，实现中国企业在欧洲海上风电销售零的突破。2022年7月发行GDR，旨在持续推进国际化布局，提升海外知名度。公司积极出海，有望享受全球海风成长红利。
- **盈利预测与投资评级：**考虑海上风电高景气，公司市占率持续提升，我们预计2022-2024年归母净利润41.15/54.50/71.37亿元，同比+33%/32%/31%，对应PE 15/12/9倍。考虑公司海风占比高，风机制造业务给予2023年20倍PE，风电场运营和转让给予10倍PE，目标市值800亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**整机价格战加剧、海风需求不及预期、出海不及预期、技术路线重大变革、汇率波动风险、国际地缘政治风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.41
一年最低/最高价	19.16/35.98
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	55,698.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.41
资产负债率(% ,LF)	57.07
总股本(百万股)	2,272.09
流通 A 股(百万股)	2,109.00

相关研究

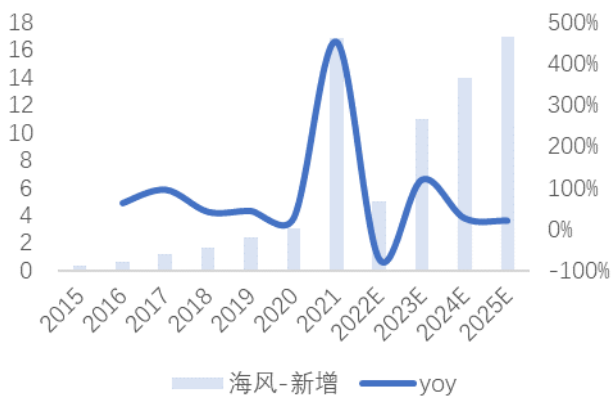
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红和陈璐的指导。

1. 双海迎接高成长，半直驱路线或成国内主流

国内海风开启平价征程，具备长期成长性。海风具备资源丰富、发电小时数高、稳定、靠近负荷中心利于消纳等优势，随着技术进步和大型化降本，各省将陆续实现平价，23-25年海风将迎来高成长。根据沿海各省的规划，我们预计十四五海风装机将超60GW，其中22-25年分别5GW、12GW、16GW、20GW，年均复合增速59%。目前已并网的海上风电项目多为近海项目，平均离岸距离约30km，根据中国水规院的深远海规划，海上风电集群总容量超290GW，空间广阔。

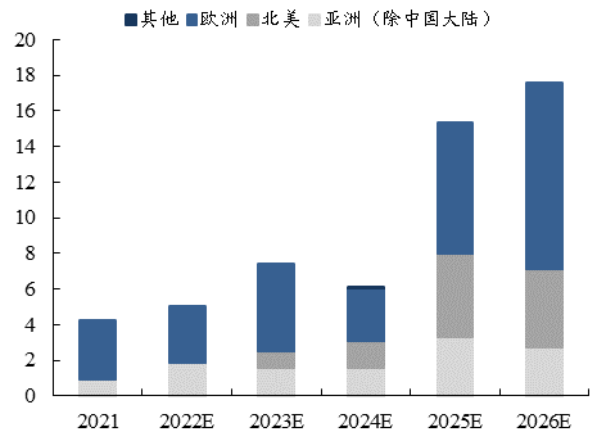
海外海风政策加码，2030年欧美、亚太等国家、地区海风累计装机有望超220GW。俄乌冲突以来，欧洲各国接连发表《北海海上风电峰会四国联合声明承诺》、《马林堡宣言》，针对海上风电提出更高目标，其中EU4提出到2030年累计装机达65GW，而截至2021年累计装机15.4GW，新增仅1GW，因此，2022-2030年均装机至少5.6GW。英国《能源安全战略》将2030年海上风电目标从40GW提高至50GW。亚太地区，印度、韩国、日本、越南、中国台湾也都大力支持海上风电发展，大多都是从0到1。据我们统计，2030年前除中国大陆外全球海风累计装机有望超220GW。根据GWEC预测，这些国家、地区2022-2026年新增装机量有望从5.1GW上升至17.6GW，CAGR达36%。

图1: 我国海风新增装机预测 (GW, %)



数据来源: CWEA, GWEC, 国家能源局, 东吴证券 (香港)

图2: 2021-2026年海外新增海上风电装机预计 (GW)



数据来源: GWEC, 东吴证券 (香港)

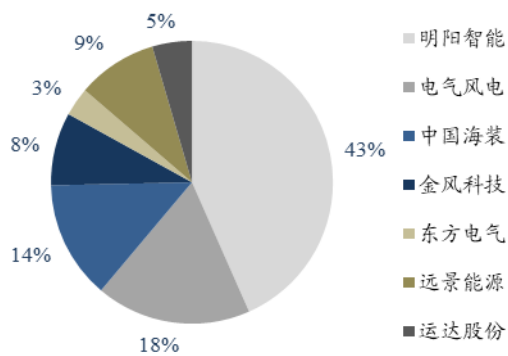
在海上风电机组大型化的趋势下，直驱和半直驱风机逐渐成为全球主流，国内综合考虑经济性和可靠性后海上机组逐渐转向半直驱。整机技术路线主要包括双馈、直驱、半直驱，三种技术路线在发电机、齿轮箱、变流器等部件上存在差别。1) 直驱: 可靠性最高，但造价高且维修难度较大。2) 双馈: 价格最低，但故障率高、可靠性低。3) 半直驱: 综合直驱和双馈优点，兼具经济性和可靠性。在海上风电机组大型化的趋势下，直驱和半直驱风机逐渐成为全球主流，国内综合考虑经济性和可靠性后海上机组逐渐转向半直驱。

2. 公司市占率和盈利能力均有望提高

把握海风发展机遇，市占率显著提升。公司立足半直驱、大兆瓦技术优势，抓住国内海风发展机遇，海风吊装市占率由2017年的3%快速提升至2021年的26%，2021年海上风电出货量仅次于电气风电。2022年1-9月，国内海上风电公开招标中，公司累计中标4.77GW，中标份额达43%，提升至第一，保障明年海风出货高速增长。

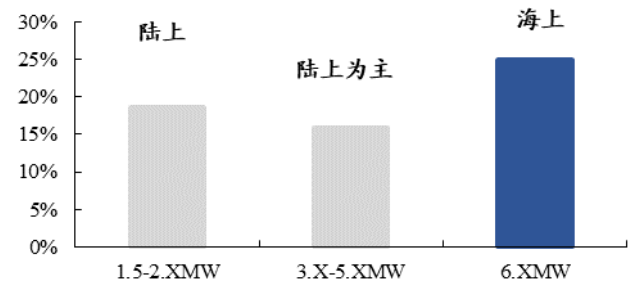
海上大兆瓦机组毛利率更高，带动公司盈利能力提升。海上大兆瓦机组由于技术、可靠性要求更高，拥有海上风机生产销售经验的厂商较少，因此议价能力更强，拥有更高毛利率，2021年公司6MW以上海上机型毛利率24.91%，较1.5-2.XMW陆上机型和3-5.XMW机型毛利率高6.39pct和9.12pct。

图3: 2022年1-9月国内海上风机中标份额



数据来源: 五大四小招标平台, 东吴证券(香港)

图4: 2021年公司分机型毛利率(%)



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

3. 盈利预测与投资评级

风机出货量: 我们预计公司2022-2024年海上市占率60%、45%、42%，整体市占率为18%、19%、21%，对应总出货量9GW、15GW、19GW，预计2022-2024年公司6MW及以上机型销量占比分别为34%、65%、90%，对应销量分别3GW、9GW、17GW。

整机价格&毛利率: 我们预计2022-2024年3-5MW机型均价为1800-2450元/kW，毛利率17%；6MW以上机型均价2260-4100元/kW，毛利率20-24%。随着公司市占率提升，我们预计2022/2023/2024年归母净利润分别为41.15/54.50/71.37亿元，同比+33%/32%/31%，对应PE 15/12/9倍。

4. 风险提示

1) 整机价格战加剧; 2) 海风需求不及预期; 3) 出海进展不及预期; 4) 技术路线变革; 5) 汇率波动风险; 6) 国际地缘政治风险。

明阳智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	37,626	44,911	49,682	57,116	营业收入	27,158	29,804	37,133	47,309
现金	14,071	19,761	22,185	25,747	减:营业成本	21,338	23,486	29,267	36,660
应收账款	7,893	9,511	10,678	12,917	营业税金及附加	216	149	186	237
存货	9,604	9,365	10,246	11,239	销售费用	1184	1299	1560	1987
其他流动资产	6,058	6,274	6,573	7,213	管理费用	672	715	891	1,135
非流动资产	23,867	25,995	31,184	35,908	研发费用	872	1,085	1,337	1,703
长期股权投资	564	618	646	650	财务费用	255	-152	-136	-154
固定资产	9,903	12,221	16,033	20,082	资产减值损失	340	162	122	102
在建工程	1,389	1,194	2,597	3,299	加:投资净收益	918	1276	2000	2200
无形资产	894	851	797	766	其他收益	427	298	300	300
其他非流动资产	11,117	11,111	11,111	11,111	资产处置收益	-1	-1	0	0
资产总计	61,493	70,905	80,866	93,024	营业利润	3,623	4,633	6,207	8,139
流动负债	33,250	33,341	37,849	42,854	加:营业外净收支	-34	-31	-10	-11
短期借款	1,218	2,218	2,318	3,318	利润总额	3,589	4,602	6,197	8,127
应付账款	19,438	16,323	18,634	20,470	减:所得税费用	630	506	744	975
其他流动负债	12,594	14,800	16,897	19,066	少数股东损益	-142	-120	-76	-55
非流动负债	9,749	9,749	9,749	9,749	归属母公司净利润	3,101	4,115	5,450	7,137
长期借款	3,439	3,439	3,439	3,439	EBIT	3,082	3,468	4,274	5,966
其他非流动负债	6,310	6,310	6,310	6,310	EBITDA	3,969	4,634	5,719	7,761
负债合计	42,999	43,090	47,597	52,603					
少数股东权益	100	80	84	99	重要财务及估值指标	2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	18,395	27,736	33,185	40,322	每股收益(元)	1.36	1.81	2.40	3.14
负债和股东权益	61,493	70,905	80,866	93,024	每股净资产(元)	9.4	12.21	14.61	17.75
					发行在外股份(百万股)	2,272	2,272	2,272	2,272
					ROIC(%)	11.09	10.34	9.95	11.76
					ROE(%)	16.86	14.84	16.42	17.7
					毛利率(%)	21.43	21.2	21.19	22.51
					销售净利率(%)	11.42	13.81	14.68	15.09
					资产负债率(%)	69.92	60.77	58.86	56.55
					收入增长率(%)	20.93	9.74	24.59	27.4
					净利润增长率(%)	125.69	32.71	32.41	30.97
					P/E	20.23	15.24	11.51	8.79
					P/B	2.94	2.26	1.89	1.56

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

