

明阳智能 (601615)

业绩高增，风机业务处于盈利水平上升通道

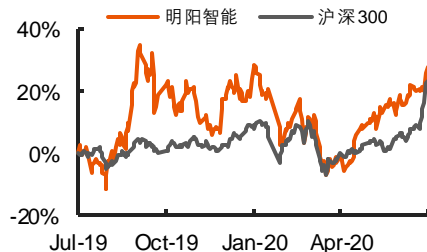
推荐 (维持)

现价: 13.29 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.mywind.com.cn
大股东/持股	靖安洪大招昆股权投资合伙企业(有限合伙)/16.69%
实际控制人	张传卫
总股本(百万股)	1,380
流通 A 股(百万股)	925
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	183.37
流通 A 股市值(亿元)	122.90
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	80

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布2020年上半年业绩预告，实现归母净利润4.5-5.6亿元，同比增长34.80%-67.75%；扣非后净利润4.38-5.48亿元，同比增长55.93%-95.08%。公司业绩超出我们预期。

平安观点:

- **若剔除投资收益影响，业绩表现更突出。**根据业绩预告，上半年公司实现归母净利润4.5-5.6亿元，同比增长34.80%-67.75%，推算二季度净利润区间3.03-4.13亿元，同比增长2.7%-40%。2019年二季度，公司通过风电场转让等方式实现投资收益2.97亿元，是当期利润的主要来源，而2020Q2公司并未大量转让风电场，当期利润主要来自风机销售和风电场运营两大主业；若剔除风电场转让投资收益的影响，公司主业盈利增速明显好于预告的上半年归母净利润增速。上半年扣非后净利润4.38-5.48亿元，同比增长55.93%-95.08%，高于归母净利润增速；非经常性损益约0.12亿元，对外捐赠等因素导致同比减少。根据公司描述，上半年风机交付规模上升以及发电收入同比增长是业绩增长的主因；二季度盈利规模创下近年单季新高，超出我们预期。
- **风机业务量利齐升是二季度业绩增长主因。**截至2020Q1，公司并网的新能源电站项目约839MW，较年初增长约13%，从同比和环比角度看，风电场运营贡献的业绩增量有限，主要的业绩增量应来自风机业务。公司2019Q2风机出货量493MW，估计2020Q2有望实现翻倍以上的增长；初步测算风机业务的净利率水平同比/环比均有明显提升，估计一方面风机毛利率回升（可能受益于半直驱机组规模化生产和技术工艺成熟导致降本，以及低价订单影响的逐步消退），另一方面，出货量规模的大幅增长推动费用率的继续下降。
- **下半年的风机业务更加值得期待。**2020年是国内陆上风电的抢装年，截至2020Q1，公司在手的风机订单达15.23GW，其中陆上订单占比61%，

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,902	10,493	19,506	22,336	22,018
YoY(%)	30.3	52.0	85.9	14.5	-1.4
净利润(百万元)	426	713	1,412	1,931	2,254
YoY(%)	19.6	67.3	98.1	36.8	16.7
毛利率(%)	25.1	22.7	22.3	24.1	25.2
净利率(%)	6.2	6.8	7.2	8.6	10.2
ROE(%)	8.6	9.3	16.8	18.9	18.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.52	1.02	1.40	1.63
P/E(倍)	43.0	25.7	13.0	9.5	8.1
P/B(倍)	4.1	2.9	2.4	1.9	1.6

明阳智能 (601615)

业绩高增，风机业务处于盈利水平上升通道

预计公司下半年风机出货量规模将较上半年进一步大幅增长，盈利水平仍具有向上的弹性，公司业绩具有持续超预期的可能。

- **头部风机企业可能处在盈利水平上升周期的起步阶段。**2020年，随着低价订单影响的减弱，风机企业毛利率有望小幅提升，伴随出货规模大增，费用率将明显摊薄；随着零部件企业大幅扩产，抢装之后零部件将逐步从卖方市场转向买方市场，风电制造产业链利润重构，风机企业将成为主要受益者；随着平价时代来临，度电成本更受重视，头部风机企业依托技术及品质优势有望获得产品溢价。整体判断头部风机企业正处于盈利水平上升周期的初始阶段。
- **盈利预测与投资建议。**考虑业绩超预期，上调公司盈利预测，预计2020-2021年归母净利润14.12、19.31亿元（原预测值12.93、17.49亿元），对应EPS1.02、1.40元，动态PE13.0、9.5倍。公司拥有先进的半直驱技术，目前在手订单饱满，未来成长空间较大，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）新冠疫情对风电需求端和供给端带来不确定性。（2）风机业务降本能力不及预期风险。在当前抢装行业下，风机零部件一定程度供需偏紧，可能给公司成本端造成较大压力，未来存在降本力度和毛利率不及预期风险。（3）抢装后风电需求不及预期风险。目前国内市场需求增长主要受抢装推动，考虑抢装之后上网电价的大幅下降，届时国内需求存在下滑风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22580	24022	22536	20843
现金	10773	10620	9280	7682
应收票据及应收账款	4754	5789	5379	5630
其他应收款	298	482	345	501
预付账款	1179	1116	1235	1211
存货	2811	3251	3534	3055
其他流动资产	2763	2763	2763	2763
非流动资产	12116	12504	13436	14294
长期投资	422	434	447	459
固定资产	4656	5325	6055	6714
无形资产	1097	1178	1248	1304
其他非流动资产	5942	5567	5687	5818
资产总计	34696	36526	35972	35138
流动负债	18162	19455	17753	15596
短期借款	1375	500	400	400
应付票据及应付账款	7534	7623	7798	7176
其他流动负债	9254	11332	9555	8020
非流动负债	9441	8674	8000	7176
长期借款	4654	3887	3212	2389
其他非流动负债	4787	4787	4787	4787
负债合计	27604	28130	25752	22772
少数股东权益	371	371	371	371
股本	1380	1380	1380	1380
资本公积	3583	3583	3583	3583
留存收益	1324	2522	4162	6075
归属母公司股东权益	6721	8025	9848	11994
负债和股东权益	34696	36526	35972	35138

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5755	2200	1102	801
净利润	661	1412	1931	2254
折旧摊销	454	466	557	654
财务费用	267	306	337	303
投资损失	-290	-192	-192	-292
营运资金变动	4607	209	-1531	-2117
其他经营现金流	56	0	0	0
投资活动现金流	-2143	-661	-1296	-1220
资本支出	2340	409	719	547
长期投资	168	-12	-12	-12
其他投资现金流	365	-264	-589	-686
筹资活动现金流	3933	-1692	-1145	-1178
短期借款	89	-875	-100	0
长期借款	1064	-767	-675	-824
普通股增加	276	0	0	0
资本公积增加	968	0	0	0
其他筹资现金流	1536	-51	-371	-355
现金净增加额	7548	-153	-1340	-1598

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10493	19506	22336	22018
营业成本	8116	15156	16963	16471
营业税金及附加	52	98	112	110
营业费用	895	1326	1519	1497
管理费用	419	605	692	683
研发费用	298	527	603	572
财务费用	267	306	337	303
资产减值损失	-77	137	156	154
其他收益	83	83	83	83
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	290	192	192	292
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	739	1627	2229	2603
营业外收入	18	18	18	18
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	748	1636	2238	2612
所得税	86	224	307	358
净利润	661	1412	1931	2254
少数股东损益	-51	0	0	0
归属母公司净利润	713	1412	1931	2254
EBITDA	1269	1978	2640	3128
EPS(元)	0.52	1.02	1.40	1.63

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	52.0	85.9	14.5	-1.4
营业利润(%)	94.2	120.2	37.0	16.8
归属于母公司净利润(%)	67.3	98.1	36.8	16.7
获利能力				
毛利率(%)	22.7	22.3	24.1	25.2
净利率(%)	6.8	7.2	8.6	10.2
ROE(%)	9.3	16.8	18.9	18.2
ROIC(%)	4.2	7.5	9.7	10.7
偿债能力				
资产负债率(%)	79.6	77.0	71.6	64.8
净负债比率(%)	-1.8	-14.9	-6.0	1.8
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	3.7	4.0	4.0
应付账款周转率	1.2	2.0	2.2	2.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	1.02	1.40	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	3.94	1.59	0.80	0.58
每股净资产(最新摊薄)	4.59	5.53	6.85	8.41
估值比率				
P/E	25.7	13.0	9.5	8.1
P/B	2.9	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	14.6	8.8	6.9	6.1

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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。

免责声明：

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 2020 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

深圳市福田区福田街道益田路 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
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033