

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

明阳智能 (601615)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2020年05月21日

广东率先支持海风发展，地方龙头获益显著

证券分析师：方重寅

fangchongyin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980518030002

联系人：王蔚祺

wangweiqi2@guosen.com.cn

事项：

2020年5月6日，广东省能源局发布《广东省培育新能源产业集群行动计划（征求意见稿）》，拟扩大新能源产业规模，到2025年规划5年内增加新能源装机29GW（包含风电、光伏、生物质），年均接近6GW，累计规模达到42GW；建成一批国家级技术研发中心、省重点实验室，在海上风电、光伏方面培育出具有国际先进水平的技术创新型龙头企业，把广东建设成为全国新能源应用示范区、产业技术和商业模式创新区。明阳智能作为广东省大力扶持的高新技术企业，5月14日率先与广东省汕尾市人民政府签署了战略合作框架协议，双方将携手展开全面合作，利用明阳领先的海上风电技术及海洋能源整体解决方案优势，共同推进汕尾市海洋能源和海洋经济高质量融合发展，探索海洋经济发展的全新模式，共建海洋经济创新发展示范区。

国信电新观点：1) 十四五期间重点培育扶持以海上风电为主的新能源产业，2022年对省内海上风电给予适当补贴是符合产业政策方针的大概率事件。2) 明阳智能是广东省最为核心的新能源装备制造企业，在海上风机的研发创新、产业投资、生产销售以及平价技术的探索均走在行业前列，目前公司占广东地区海上风电招标市场的40%-50%份额，预计未来10年仍将是广东海上风电市场的领头羊。3) 公司2020-2021年获益于广东海上风电抢装潮，营收和业绩将翻倍式增长，夯实企业资产并带动产能提升，实现海上风机制造的规模化和成本下降。4) 风险提示：公司首发限售6.49亿股在2020年1月23日解禁，短期可能对股价形成压力；新机型研发投运存在技术风险；我国当前的海上风电补贴政策到2021年到期，如2022年没有新增地方补贴政策，产品需求可能在2022-2023年萎缩导致未来业绩不达预期；公司拟非公开发行不超过60亿元，如果发行成功未来预期会对每股收益形成一定程度的摊薄。5) 投资建议：由于海上风电国补退出政策明确，2020-2021行业面临抢装潮，而2022年地方性补贴政策未明朗，因此提高公司2020-2021风电销售预期和盈利预测，同时下调2022年风机销售预期，预计20-22年归母净利润14.81/18.03/12.94亿（前次预测10.12/11.92/14.58亿元），对应EPS为1.07/1.31/0.94元，对应当前股价PE为11.0/9.0/12.6X，公司是2019年国内海上风电新增订单容量排名第二的整机厂商，拥有非常确定的业绩成长性，未来广东省地方补贴政策落地后，中期业务成长具有较大向上空间，提高估值区间15.00-17.66元（前值13.33-15.77元），较当前股价溢价27-50%，维持“增持”评级。

评论：

■ 广东或最早出台海上风电地方性支持政策 明阳智能为市场最大获益方之一

广东省在2018年已印发《广东海上风电发展规划（2017-2030）》，计划到2030年之前本省建成海上风电30GW，因此广东省凭借得天独厚的海上风电资源，我们预计在2022年开始接力中央补贴，对海上风电产业给予适当的地方性补贴，是符合战略性新兴产业政策方针的大概率事件。

2018年广东省在区域规划中已经明确指出，当地将全面贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，遵循能源发展“四个革命、一个合作”的发展战略，顺应全球能源转型大趋势，加快发展新能源和可再生能源，近期重点开发建设近海浅水区海上风电，根据技术发展逐步合理开发近海深水区海上风电，实现海上风电规模化、集约化、可持续开发，努力提高非水可再生能源电力消纳在全省全社会用电量中的比重。

根据风能资源分布情况，综合考虑建设条件、产业基地配套和项目经济性等因素，全省规划海上风电场址23个，总装机容量66.85GW。包括：近海浅水区（35米水深以内）海上风电场址15个，装机容量9.85GW；近海深水区（35-50米水深）规划海上风电场址8个，装机容量57.GW，分布在粤东、粤西海域。

广东省计划以海上风电规模化开发带动风电装备及服务业发展，以龙头企业为依托实现全产业链发展，将广东省海上风电产业打造成具有国际竞争力的优势产业，提高研发制造水平和系统集成能力，最终更好地支撑海上风电规模化发展，形成产业发展良性循环。

表 1：广东省海上风电发展规划（2017-2020）（修编）阶段目标

发展阶段	开工建设容量（GW）	产业发展目标
2020 年底	12	初步建成海上风电研发、装备制造和运营维护基地，设备研发、制造和服务水平达到国内领先水平
2030 年底	30	形成整机制造、关键零部件生产、海工施工及相关服务业协调发展的海上风电产业体系，海上风电设备研发、制造和服务水平达到国际领先水平

资料来源：广东省发改委，国信证券经济研究所整理

2020年5月6日，广东省能源局发布《广东省培育新能源产业集群行动计划（征求意见稿）》，再次强调计划扩大新能源产业规模，到2025年规划5年内增加新能源装机29GW（包含风电、光伏、生物质），年均接近6GW，累计规模达到42GW；建成一批国家级技术研发中心、省重点实验室，在海上风电、光伏方面培育出具有国际先进水平的技术创新型龙头企业，把广东建设成为全国新能源应用示范区、产业技术和商业模式创新区。基于上述规划，预期十四五期间广东省将接力国补退出后的海上风电市场需求。

表 2：广东省 2020 年以后海上风电开发区域及规划容量

近海深水区	规划开发容量（GW）
粤东近海深水场址一	2.3
粤东近海深水场址二	14.2
粤东近海深水场址三	7.5
粤东近海深水场址四	5.4
粤东近海深水场址五	6.6
粤东近海深水场址六	14
阳江近海深水场址一	5
阳江近海深水场址二	2
合计	57

资料来源：广东省发改委，国信证券经济研究所整理

明阳智能作为广东省大力扶持的高新技术企业，5月14日率先与广东省汕尾市人民政府签署了战略合作框架协议，双方将携手展开全面合作，利用明阳领先的海上风电技术及海洋能源整体解决方案优势，共同推进汕尾市海洋能源和海洋经济高质量融合发展，探索海洋经济发展的全新模式，共建海洋经济创新发展示范区。

■ 国补退出前海上风电抢装潮 带动公司 2020 年海上风机出货量与业绩翻倍式增长

2020-2021年广东省海上风电抢装潮随着产能提速而超出原先预期，因此上调公司2020-2022年的风机销售容量至5.8/5.9/4.7GW，其中海上风机销售1.4/2.1/0.74GW（未来如果广东省出台地方性补贴政策，可能会上调2022年风机销量预期）。未来三年公司各业务板块主要业绩预测如下。

由下表可见，公司未来两年营业收入的快速增长主要来自海上风机销售容量和收入占比的大幅提升，海上风机拥有更高的毛利率（20%+），销售单价相较陆上风电高出80-100%，因此可快速拉动公司毛利润的提升。随着毛利率改善和规模效应显现，公司制造利润占整体业绩的比例也逐步提高，从2019年的11%提高到80%以上。

表 3: 明阳智能 2020-2022 业绩预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
风机销售总量 (MW)	1,796	2,439	5,780	5,850	4,740
其中海上风机销量 (MW)	39	441	1,380	2,100	740
海上风机销量占比		18%	24%	36%	16%
海上风机收入占比		27%	37%	50%	23%
自营新能源电站在运容量 (MW)	779	741	847	1,100	1,321
风机业务收入	6,109	9,238	22,223	24,151	16,369
发电业务收入	628	754	296	385	462
风机业务毛利率	21%	19%	20%	21%	20%
发电业务毛利率	68%	64%	65%	65%	65%
风机业务净利润			1,273	1,592	949
发电业务净利润			211	256	266
其他非经常损益/其他业务利润		45	68	91	45
风机制造业绩占比		11%	86%	88%	73%
总体业绩	426	713	1481	1803	1294
总体业绩增速	20%	67%	108%	22%	-28%

资料来源:国信证券经济研究所预测,

■ 投资建议

由于海上风电国补退出政策明确, 2020-2021 行业面临抢装潮而 2022 年地方性补贴政策未明朗, 因此提高公司 2020-2021 风电销售预期和盈利预测, 同时下调 2022 年风机销售预期, 预计 20-22 年归母净利润 14.81/18.03/12.94 亿 (前次预测 10.12/11.92/14.58 亿元), 对应 EPS 为 1.07/1.31/0.94 元, 对应当前股价 PE 为 11.0/9.0/12.6X, 公司是 2019 年国内海上风电新增订单容量排名第二的整机厂商, 拥有非常确定的业绩成长性, 未来广东省地方补贴政策落地后, 中期业务成长具有较大向上空间, 提高估值区间 15.00-17.66 元 (前值 13.33-15.77 元), 较当前股价溢价 27-50%, 维持“增持”评级。

■ 风险提示

公司首发限售 6.49 亿股在 2020 年 1 月 23 日解禁, 短期可能对股价形成压力; 新机型研发投运存在技术风险; 我国当前的海上风电补贴政策到 2021 年到期, 如 2022 年没有新增地方补贴政策, 产品需求可能在 2022-2023 年萎缩导致未来业绩不达预期。公司拟非公开发行不超过 60 亿元, 如果发行成功未来预期会对每股收益形成一定程度的摊薄。

表 4: 可比公司估值表

代码	简称	评级	股价	2019	2020E	2021E	总市值 (亿元)	2019	2020E	2021E	PB (2019)	PEG (2020)
002202	金风科技	增持	9.95	2210	3619	4004	420	19.0	11.6	10.5	1.5	1.1
601615	明阳智能	增持	11.81	713	1481	1803	163	22.9	11.0	9.0	2.6	0.5
603218	日月股份	买入	22.36	505	914	1059	119	23.5	13.0	11.2	3.5	0.8
300772	运达股份	买入	13.12	107	333	798	39	36.2	11.6	4.8	2.5	0.1

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	10773	3000	9920	12019
应收款项	5053	12009	12107	9693
存货净额	2811	6640	6483	5301
其他流动资产	3717	4614	3788	1842
流动资产合计	22580	26364	32400	28957
固定资产	7076	18232	16800	15367
无形资产及其他	1028	1026	1023	1020
投资性房地产	3590	3590	3590	3590
长期股权投资	422	422	422	422
资产总计	34696	49634	54234	49356
短期借款及交易性金融负债	1983	4251	2000	2000
应付款项	7534	14229	14961	9940
其他流动负债	8645	10084	10641	10108
流动负债合计	18162	28564	27602	22047
长期借款及应付债券	4654	7154	11154	10854
其他长期负债	4787	5787	6087	6287
长期负债合计	9441	12941	17241	17141
负债合计	27604	41505	44843	39188
少数股东权益	371	371	371	371
股东权益	6721	7758	9020	9796
负债和股东权益总计	34696	49634	54234	49356

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.52	1.07	1.31	0.94
每股红利	0.27	0.32	0.39	0.38
每股净资产	4.87	5.62	6.54	7.10
ROIC	8%	10%	13%	11%
ROE	11%	19%	20%	13%
毛利率	23%	21%	23%	24%
EBIT Margin	10%	8%	10%	10%
EBITDA Margin	14%	13%	16%	18%
收入增长	52%	120%	9%	-30%
净利润增长率	67%	108%	22%	-28%
资产负债率	81%	84%	83%	80%
息率	2.3%	2.7%	3.3%	3.2%
P/E	22.9	11.0	9.0	12.6
P/B	2.4	2.10	1.8	1.7
EV/EBITDA	30.3	19.9	15.4	17.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10493	23069	25252	17690
营业成本	8116	18160	19559	13489
营业税金及附加	52	126	121	82
销售费用	895	1647	1783	1283
管理费用	419	1314	1399	1165
财务费用	267	288	427	395
投资收益	290	60	0	90
资产减值及公允价值变动	77	0	0	0
其他收入	(372)	103	103	103
营业利润	739	1697	2067	1469
营业外净收支	9	0	6	0
利润总额	748	1697	2073	1469
所得税费用	86	216	270	175
少数股东损益	(51)	0	0	0
归属于母公司净利润	713	1481	1803	1294

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	713	1481	1803	1294
资产减值准备	170	485	(44)	(44)
折旧摊销	439	1078	1579	1580
公允价值变动损失	(77)	0	0	0
财务费用	267	288	427	395
营运资本变动	5314	(2062)	2430	142
其它	(194)	(485)	44	44
经营活动现金流	6365	497	5812	3016
资本开支	(1459)	(12716)	(100)	(100)
其它投资现金流	(124)	124	0	0
投资活动现金流	(1601)	(12593)	(100)	(100)
权益性融资	1270	0	0	0
负债净变化	(257)	2500	4000	(300)
支付股利、利息	(376)	(444)	(541)	(518)
其它融资现金流	2693	2267	(2251)	0
融资活动现金流	2696	4323	1209	(818)
现金净变动	7460	(7773)	6920	2099
货币资金的期初余额	3313	10773	3000	9920
货币资金的期末余额	10773	3000	9920	12019
企业自由现金流	5189	(12021)	6078	3185
权益自由现金流	7625	(7505)	7456	2537

相关研究报告

- 《明阳智能-601615-重大事件快评: 拟定增 60 亿全力布局海上风电, 缓解债务压力》 ——2020-04-10
- 《明阳智能-601615-重大事件快评: 预中标三峡广东 500MW 海上订单, 试水新机提升竞争力》 ——2020-01-07
- 《明阳智能-601615-重大事件快评: 批量处置风电场资产? 2020 年一季报高增速可期》 ——2019-12-30
- 《明阳智能-601615-深度报告-海上风电市场的优质种子选手》 ——2019-11-05
- 《明阳智能-601615-2019 年半年报点评-厚积薄发? 开启海上风电新征程》 ——2019-08-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032