



## 业绩增长符合预期，海上风机订单量创新高

2018.05.09

|                              |                        |
|------------------------------|------------------------|
| 潘永乐(分析师)                     | 徐超(分析师)                |
| 电话: 020-88832354             | 020-88836115           |
| 邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn | xu.chao1@gzgzhs.com.cn |
| 执业编号: A1310518070002         | A1310518060001         |

**事件:** 公司公布 2018 年年报与 2019 年一季报, 2018 年公司实现营业收入 69.02 亿元(YoY+30.27%), 扣非后归母净利润 3.14 亿元 (YoY+9.93%)。2019Q1 实现营收 17.46 亿元 (YoY+233.02%), 扣非后归母净利润 2871 万元, 同比扭亏。

### 点评:

#### ● 风机业务与发电业务均实现快速增长, 为 2019 年取得开门红

2018 年公司风机销量 1792MW (YoY+23.46%), 风机及配件销售收入 61.09 亿元 (YoY+22.46%), 占总营收比例 88.5%; 2019 年一季度风机销售收入 13.03 亿元 (YoY+202.58%)。2018 年风电场发电收入 6.28 亿元 (YoY+181.42%), 2019 年一季度发电收入 1.91 亿元 (YoY+139.89%)。风机销售与发电收入均实现快速增长, 并带动利润提升, 2019 年一季度净利润实现扭亏, 淡季不淡, 为 2019 年业绩增长取得开门红。

#### ● 大功率机型爆发式增长已成为主力, 短期毛利率下滑影响可控

2018 年公司 3.0MW 及以上大功率机型销售容量 616.5MW, 销售额达到 22.07 亿元 (YoY+923%), 占风机收入比例达到 37.49%, 同比提升 32.98pct, 大功率机型已经成为明阳的主力机型, 不仅 3.0MW 已广泛应用于陆上与海上风电场, 5.5MW 机型也批量在海上风电场并网发电, 公司大风机与海上战略迈出坚实的一步。2019 年一季度毛利率下滑 6.43pct 至 23.81%, 受 2018 年中标价格下滑影响, 今年交付的风机毛利率有可能进一步下降。公司目前正通过提高大功率与海上机型占比, 避开竞争激烈的 2.X MW 机型领域, 提高大功率机型规模效应降低成本等方式, 减轻其影响。由于 2018 年下半年风机价格已经企稳回升, 今年下半年风机毛利率压力将大为缓解。

#### ● 在手订单再创新高, 海上风机在手订单量国内第一

截至 2019 年一季度末, 公司在手订单达 7.8GW, 四月份先后公告中标乌兰察布陆上风电大基地四标段与中广核汕尾海上风电项目共计 2.7GW, 预计公司目前在手订单约 10.5GW, 订单总金额约 477.5 亿元。其中海上风电订单约 3.78GW, 订单总金额约 243.6 亿元, 平均中标单价 6445.5 元/kW。公司已成为目前国内海上风机在手订单最多的企业, 随着未来 1-2 年订单逐渐交付, 将极大的助推公司业绩增长。

### 盈利预测与估值:

我们调整公司 19-20 年公司 EPS 预测值分别至 0.34、0.51 元人民币, 同时引入 2021 年 EPS 预测值 0.66 元人民币。基于预测公司未来 3 年归母净利润将保持约 24.74% 的 CAGR, 我们以 1.5 倍 PEG 调整公司 2020 年目标价至 18.92 元, 继续给予“强烈推荐”的投资评级。

**风险提示:** 公司海上风机订单交付不及预期; 风机价格下降超预期等。

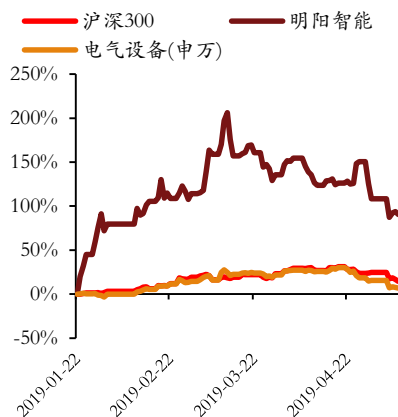
| 主要财务指标(百万元) | 2018    | 2019E   | 2020E    | 2021E    |
|-------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入        | 6902.15 | 9991.31 | 12503.36 | 14705.69 |
| 同比(%)       | 30.27%  | 44.76%  | 25.14%   | 17.61%   |
| 归属母公司净利润    | 425.97  | 472.02  | 710.31   | 916.19   |
| 同比(%)       | 19.64%  | 10.81%  | 50.48%   | 28.98%   |
| 每股收益(元)     | 0.39    | 0.34    | 0.51     | 0.66     |
| P/E         | 28.12   | 31.71   | 21.08    | 16.34    |

## 强烈推荐 (维持)

|       |         |
|-------|---------|
| 现价:   | 10.85 元 |
| 目标价:  | 18.92 元 |
| 股价空间: | 74.43%  |

### 电力设备与新能源行业

#### 行业指数走势



#### 股价表现

| 涨跌(%)  | 1M     | 3M    | 6M    |
|--------|--------|-------|-------|
| 明阳智能   | -22.28 | 5.96  | 58.63 |
| 电气设备(  | -14.96 | 6.97  | 13.53 |
| 沪深 300 | -11.28 | 10.85 | 10.99 |

### 基本资料

|         |                      |
|---------|----------------------|
| 总市值(亿元) | 149.70               |
| 总股本(亿股) | 13.80                |
| 流通股比例   | 20.00%               |
| 资产负债率   | 77.18%               |
| 大股东     | 靖安洪大招股股权投资合伙企业(有限合伙) |
| 大股东持股比例 | 20.87%               |

### 相关报告

深度报告-明阳智能(601615.SH)-大功率风机弯道超车,海上风电龙头启航-20190329



附录：财务报表预测

| 资产负债表     |       |       |       |       | 利润表            |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度      | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度           | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 流动资产      | 11663 | 20291 | 23329 | 23210 | 营业收入           | 6902   | 9991   | 12503  | 14706  |
| 现金        | 3313  | 4787  | 5087  | 3534  | 营业成本           | 5171   | 7633   | 9571   | 11261  |
| 应收账款      | 5489  | 8293  | 10378 | 11765 | 营业税金及附加        | 77     | 110    | 138    | 162    |
| 其它应收款     | 248   | 350   | 438   | 515   | 营业费用           | 715    | 999    | 1150   | 1250   |
| 预付账款      | 233   | 534   | 670   | 676   | 管理费用           | 561    | 710    | 817    | 940    |
| 存货        | 1445  | 2137  | 2967  | 3378  | 财务费用           | 257    | 244    | 284    | 344    |
| 其他        | 935   | 4189  | 3789  | 3343  | 资产减值损失         | -80    | 47     | 55     | 60     |
| 非流动资产     | 10669 | 12740 | 15542 | 18635 | 公允价值变动收益       | 0      | 150    | 158    | 170    |
| 长期投资      | 404   | 651   | 680   | 680   | 投资净收益          | 63     | 63     | 73     | 85     |
| 固定资产      | 5185  | 7017  | 9283  | 11715 | 营业利润           | 380    | 461    | 720    | 945    |
| 无形资产      | 836   | 741   | 622   | 643   | 营业外收入          | 14     | 70     | 80     | 85     |
| 其他        | 4244  | 4332  | 4958  | 5597  | 营业外支出          | 8      | 7      | 8      | 8      |
| 资产总计      | 22332 | 33031 | 38871 | 41845 | 利润总额           | 387    | 524    | 792    | 1022   |
| 流动负债      | 10099 | 18185 | 22071 | 23557 | 所得税            | -36    | 42     | 67     | 87     |
| 短期借款      | 1285  | 1500  | 2000  | 2500  | 净利润            | 423    | 482    | 725    | 935    |
| 应付账款      | 0     | 6107  | 8613  | 9009  | 少数股东损益         | -3     | 10     | 14     | 19     |
| 其他        | 8814  | 10579 | 11457 | 12049 | 归属母公司净利润       | 426    | 472    | 710    | 916    |
| 非流动负债     | 7344  | 8337  | 9566  | 10119 | EBITDA         | 952    | 1278   | 1770   | 2277   |
| 长期借款      | 3106  | 3606  | 4106  | 4606  | EPS (摊薄)       | 0.39   | 0.34   | 0.51   | 0.66   |
| 其他        | 4239  | 4731  | 5461  | 5514  |                |        |        |        |        |
| 负债合计      | 17444 | 26522 | 31637 | 33677 | 主要财务比率         |        |        |        |        |
| 少数股东权益    | 436   | 446   | 460   | 479   | 会计年度           | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 股本        | 1104  | 1380  | 1380  | 1380  | 成长能力           |        |        |        |        |
| 资本公积      | 2615  | 3584  | 3584  | 3584  | 营业收入增长率        | 30.3%  | 44.8%  | 25.1%  | 17.6%  |
| 留存收益      | 691   | 1099  | 1810  | 2726  | 营业利润增长率        | 5.6%   | 21.1%  | 56.4%  | 31.2%  |
| 归属母公司股东权益 | 4410  | 6063  | 6773  | 7689  | 归属于母公司净利润增长率   | 19.6%  | 10.8%  | 50.5%  | 29.0%  |
| 负债和股东权益   | 22332 | 33031 | 38871 | 41845 | 获利能力           |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 毛利率            | 25.1%  | 23.6%  | 23.5%  | 23.4%  |
|           |       |       |       |       | 净利率            | 6.1%   | 4.8%   | 5.8%   | 6.4%   |
|           |       |       |       |       | ROE            | 9.3%   | 8.3%   | 10.3%  | 11.9%  |
|           |       |       |       |       | ROIC           | 5.6%   | 5.1%   | 6.2%   | 6.9%   |
|           |       |       |       |       | 偿债能力           |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 资产负债率          | 78.1%  | 80.3%  | 81.4%  | 80.5%  |
|           |       |       |       |       | 净负债比率          | 27.82% | 20.76% | 20.72% | 22.44% |
|           |       |       |       |       | 流动比率           | 1.15   | 1.12   | 1.06   | 0.99   |
|           |       |       |       |       | 速动比率           | 1.01   | 1.00   | 0.92   | 0.84   |
|           |       |       |       |       | 营运能力           |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 总资产周转率         | 0.33   | 0.36   | 0.35   | 0.36   |
|           |       |       |       |       | 应收账款周转率        | 2.51   | 1.45   | 1.34   | 1.33   |
|           |       |       |       |       | 应付账款周转率        | 0.00   | 2.50   | 1.30   | 1.28   |
|           |       |       |       |       | 每股指标 (元)       |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 每股收益 (最新摊薄)    | 0.39   | 0.34   | 0.51   | 0.66   |
|           |       |       |       |       | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.25   | 1.36   | 1.76   | 1.18   |
|           |       |       |       |       | 每股净资产 (最新摊薄)   | 4.00   | 4.39   | 4.91   | 5.57   |
|           |       |       |       |       | 估值比率           |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | P/E            | 28.12  | 31.71  | 21.08  | 16.34  |
|           |       |       |       |       | P/B            | 2.72   | 2.47   | 2.21   | 1.95   |
|           |       |       |       |       | EV/EBITDA      | 4.52   | 14.51  | 11.05  | 9.83   |

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



### 广证恒生电力设备新能源团队介绍：

潘永乐：厦门大学金融硕士，8年证券研究经验，主要覆盖工控、电力设备。

徐超：浙江大学核技术硕士，2年证券研究经验，主要覆盖新能源发电。

李子豪：北京理工大学航天工程硕士，1年证券研究经验，主要覆盖新能源汽车。

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。