风机业务快速增长，发电业务增长可期

明阳智能（601615.SH）2020 年年报点评

证券研究报告

2021 年 04 月 08 日

核心结论

事件：公司发布 2020 年年报，20 年公司实现营业收入 224.57 亿元，同比增长 114%；归母净利润 13.74 亿元，同比增长 92%，基本每股收益 0.95 元，业绩符合预期。

风机业务表现亮眼，发电业务稳健增长。20 年公司风机销售和发电业务分别实现销售收入 209.47/9.90 亿元，同比+127%/31%，其中风机业务快速增长主要受益于国内陆上风电抢装。根据 BNEF 数据，20 年公司风机业务在国内风电新增装机市场占有率为 10%，连续六年位居国内前三，在全球风电新增装机量排名中位居第六位。

降本增效战略持续推进，期间费用率持续改善。20 年公司综合毛利率为 18.57%，同比-4.09pct。公司降本增效战略持续推进，20 年期间费用率同比下降近 7pct，支撑公司净利率维持较为稳定水平。

风机销售业务收入快速增长，盈利能力稳中有升。20 年风机业务对外销售容量为 5.66GW，同比+132 %，其中陆上及海上风电分别为 4.75/0.91GW，同比+138%/106%。1.5-2MW/3-5MW/5.5-7MW 机型销量分别为 209/1449/161 台，同比-53%/+283%/+232%。20 年公司风机销售业务毛利率为 16.89%，剔除会计准则变化影响后盈利能力稳中有升。

风电场在建容量充沛。截至 2020 年底，公司在建装机容量约 2.65GW，同比+166%。随着公司在建项目逐步并网，发电业务收入有望稳健增长。

投资建议：预计公司 21-23 年营业收入分别为 305.00/312.10/360.83 亿元，YoY+36%/2%/16%，归母净利润分别为 23.77/26.88/31.97 亿元，YoY+73%/13%/19%，EPS 为 1.22/1.38/1.64 元，维持“买入”评级。

风险提示：风电装机量不及预期，风电场建设速度不及预期，原材料价格上涨风险。

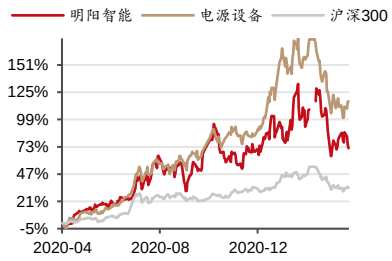
核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,493	22,457	30,500	31,210	36,083
增长率	52.0%	114.0%	35.8%	2.3%	15.6%
归母净利润（百万元）	713	1,374	2,377	2,688	3,197
增长率	67.3%	92.8%	73.0%	13.1%	18.9%
每股收益（EPS）	0.37	0.70	1.22	1.38	1.64
市盈率（P/E）	47.6	24.7	14.3	12.6	10.6
市净率（P/B）	3.6	2.2	1.9	1.6	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	601615
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	17.45

近一年股价走势



分析师

杨敬梅 S0800518020002

021-38584220

yangjingmei@research.xbmail.com.cn

联系人

胡琎心

18311033802

hujinxin@research.xbmail.com.cn

相关研究

明阳智能：在手订单充沛，风机大型化引领者—明阳智能（601615.SH）20 年三季报点评 2020-10-30

明阳智能：业绩高速增长，持续引领海上风电发展—明阳智能（601615.SH）半年报点评 2020-08-20

明阳智能：业绩高增长，持续引领海上风电发展—明阳智能（601615.SH）2020 年半年报业绩预告点评 2020-07-08

索引

内容目录

20 年业绩快速增长，费用管控能力持续增强.....3
20 年风机业务快速增长，21 年盈利能力有望保持稳定.....5
20 年发电业务稳定增长，在建项目规模充沛.....7

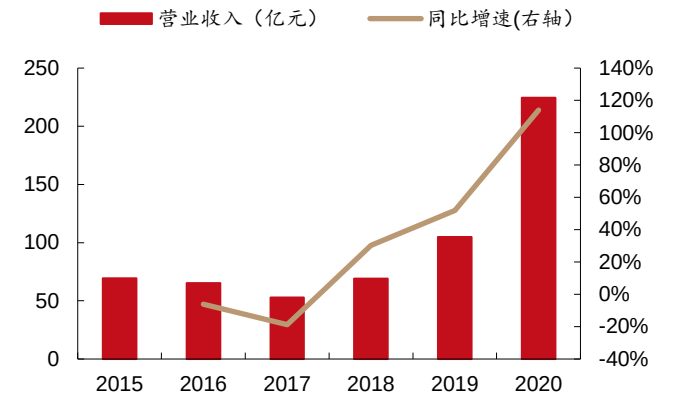
图表目录

图 1：20 年公司营业收入同比增长 114%.....3
图 2：20 年公司归母净利润同比增长 92%.....3
图 3：20 年公司销售毛利率为 18.57%.....4
图 4：20 年公司销售费用率同比下降 4.19pct.....4
图 5：20 年公司存货周转率同比下降 0.57 次.....4
图 6：20 年公司主营业务收现比为 164.19%.....4
图 7：20 年公司资产负债率同比下降 9pct.....5
图 8：20 年公司流动比率和速动比率分别为 1.22/0.91.....5
图 9：20 年公司 3-5MW 机型销售量为 1449 台（单位：台）.....5
图 10：20 年风力发电机组类业务毛利率为 16.89%.....6
图 11：20 年公司在手订单达 13.88GW.....6
图 12：20 年公司在手订单中海上风机占比 41%.....6
图 13：20 年国内风电平均利用小时数为 2097 小时（单位：小时）.....7

20年业绩快速增长，费用管控能力持续增强

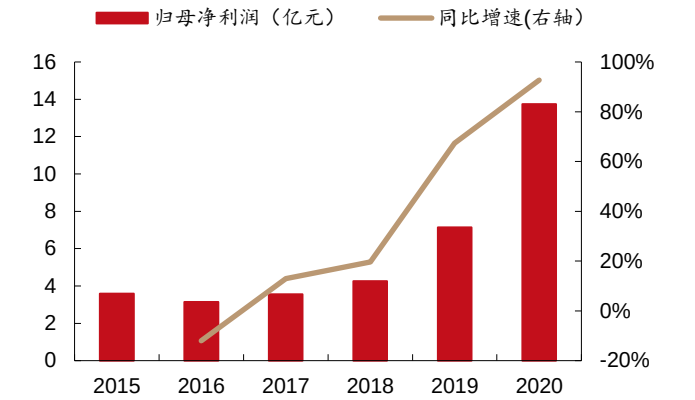
2020 年公司业绩快速增长，风机销售业务表现亮眼。2020 年公司实现营业收入 224.57 亿元，同比增长 114%；实现归母净利润为 13.74 亿元，同比增长 92%。其中风机及相关配件销售收入为 209.47 亿元，同比增长 127%；风电场发电业务收入为 9.90 亿元，同比增长 31%。公司营收增长主要受益于国内陆上风电抢装带来的风电整机需求高景气。

图 1：20 年公司营业收入同比增长 114%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：20 年公司归母净利润同比增长 92%

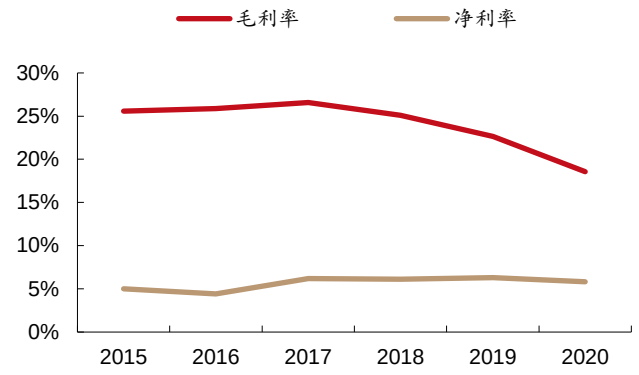


资料来源：Wind，西部证券研发中心

公司净利率相对稳定。20 年公司综合毛利率为 18.57%，同比下降 4.09pct。其中风机及相关配件销售业务、风电场发电业务毛利率分别下降 2.33/2.74pct。风机制造业务毛利率下降主要是由于会计统计口径变化所致。20 年公司净利率分别为 5.81%，同比下降 0.49pct，相对较为稳定。

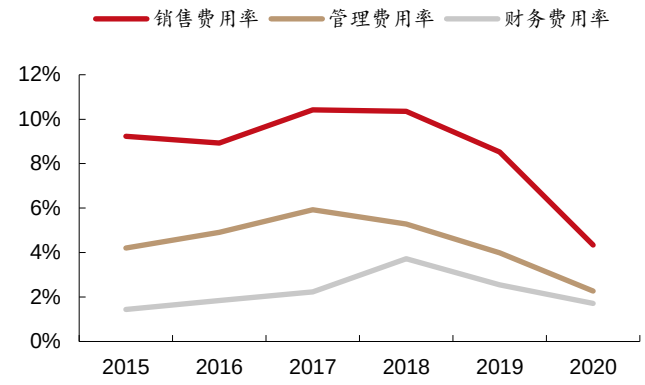
公司期间费用率持续下降。2020 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.34%/2.27%/1.72%，同比下降 4.19/1.72/0.82pct。公司期间费用率持续下降，一方面受会计准则变化影响，另一方面是受益于公司通过严控招标流程，落实采购、技术、制造降本，细化费用管控，加强各部门的费用预算管理等手段，积极实施“降本增效”战略所取得显著成效。

图 3：20 年公司销售毛利率为 18.57%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

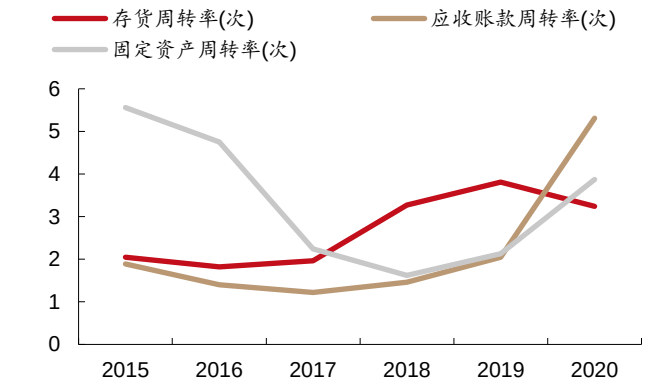
图 4：20 年公司销售费用率同比下降 4.19pct



资料来源：Wind，西部证券研发中心

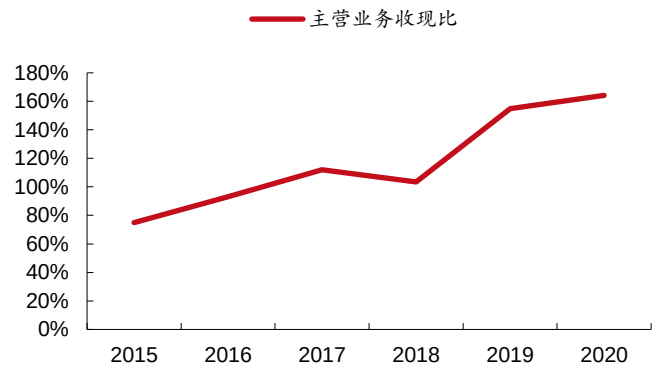
营运能力总体提升，现金流大幅改善。2020 年公司存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 3.24/5.31/3.87 次，同比-0.57/+3.26/+1.74 次，其中存货周转率下降主要系行业抢装潮备货所致。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 36.31 亿元，同比减少 37%，主营业务收现比为 164.19%，同比提升 9.24pct。公司经营活动产生的现金流量净额减少主要由于风电行业保持快速发展态势，客户备战抢装潮，采购备货支付增加所致。

图 5：20 年公司存货周转率同比下降 0.57 次



资料来源：Wind，西部证券研发中心

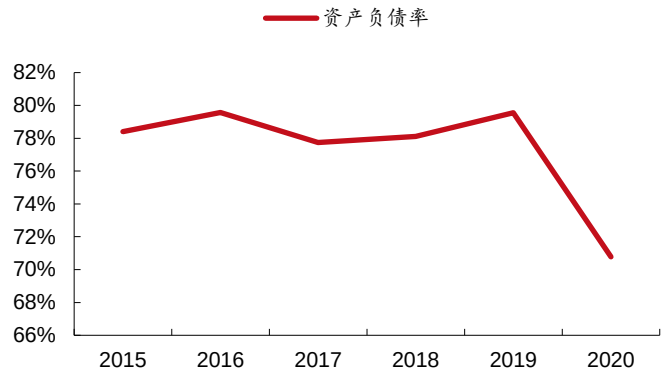
图 6：20 年公司主营业务收现比为 164.19%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

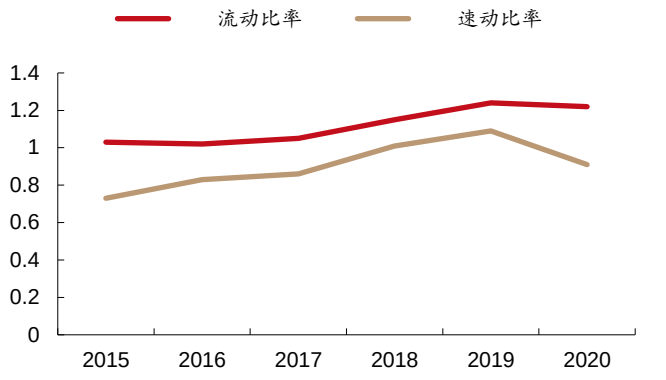
公司资产负债率明显下降，短期偿债能力保持稳定。2020 年公司资产负债率为 70.78%，同比下降 8.78pct，主要由于公司非公开发行股票所致。2020 年公司流动比率和速动比率分别为 1.22/0.91，同比-0.02/-0.18，公司短期偿债能力仍处于相对合理水平。

图 7：20 年公司资产负债率同比下降 9pct



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：20 年公司流动比率和速动比率分别为 1.22/0.91

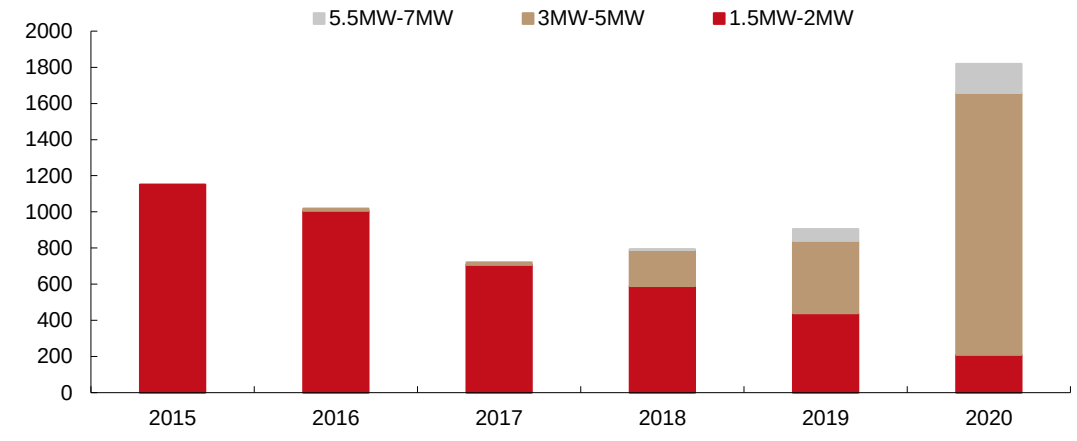


资料来源：Wind，西部证券研发中心

20年风机业务快速增长，21年盈利能力有望保持稳定

20 年风机销售业务收入快速增长，市占率连续六年位居国内前三。2020 年公司风机及相关配件销售业务收入为 209.47 亿元，同比增长 127%。公司实现风机对外销售容量 5.66GW，同比增长 132 %，其中陆上风电约 4.75GW，同比增长 138%，海上风电约 0.91GW，同比增长 106%。分不同机型来看，1.5-2MW/3-5MW/5.5-7MW 机型销量分别为 209/1449/161 台，同比-53%/+283%/+232%，3-5MW 机组成为公司出货主力机型。根据彭博新能源财经数据，2020 年公司在国内风电新增装机市场占有率为 10%，连续六年位居国内前三，在全球风电新增装机量排名中位居第六位。

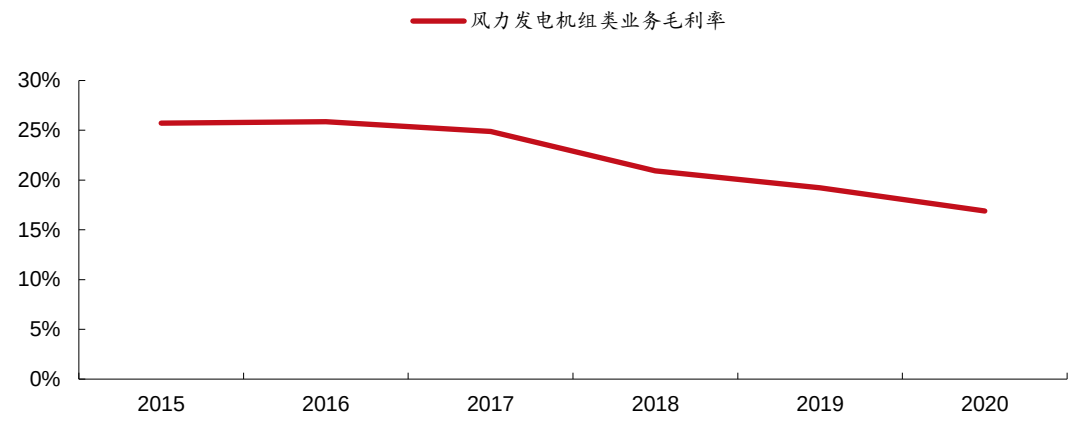
图 9：20 年公司 3-5MW 机型销售量为 1449 台（单位：台）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

风机业务盈利能力稳中有升。2020 年公司风力发电机组类毛利率为 16.89%，同比下降 2.33pct，占总营收比重为 93.28%，同比增长 5.25pct。公司风机制造业务毛利率下降主要是由于将运费计入成本中核算导致与 2019 年披露数在不同口径下对比所致；若与 2019 年在同一口径下对比，公司风机制造业务毛利率稳中有升。风机大型化趋势下，公司盈利能力较强的大兆瓦机型出货占比有望持续提升，从而支撑风机业务整体毛利率稳中有升。

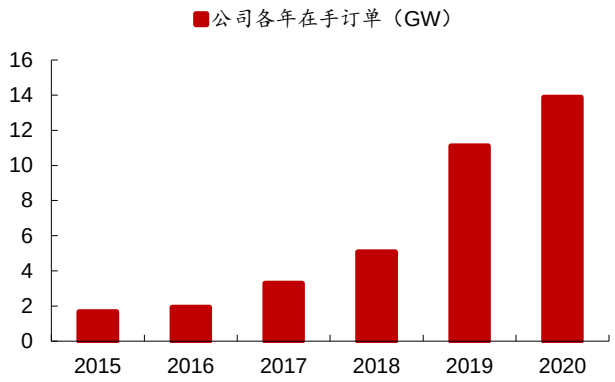
图 10：20 年风力发电机组类业务毛利率为 16.89%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

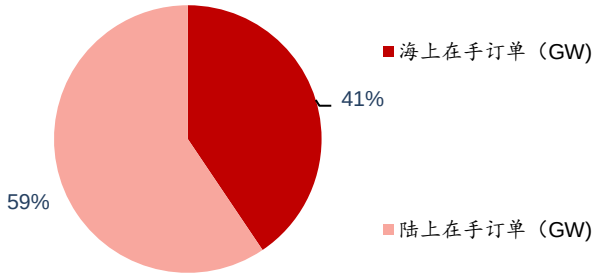
公司在手订单充沛，机组大型率全国第一。截至 2020 年底，公司在手订单达 13.88GW，其中陆上风机占比为 59%，海上风机占比 41%。在手订单中，3MW 及以上半直驱机组容量占比达 95%，4MW 及以上机组订单达 58.97%，5MW 及以上机组订单达 40.68%，公司机组大型率位居国内第一。

图 11：20 年公司在手订单达 13.88GW



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：20 年公司在手订单中海上风机占比 41%



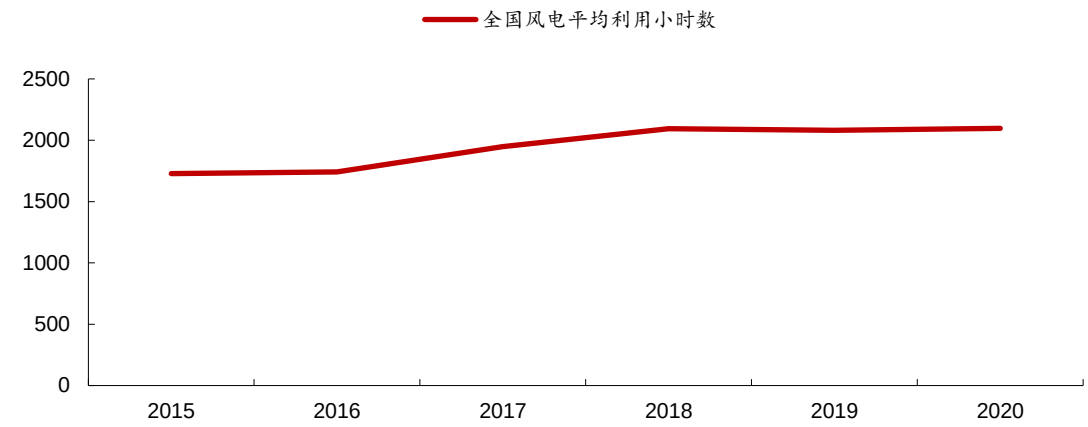
资料来源：Wind，西部证券研发中心

公司风机销售业务有望稳健发展，21 年海上风机出货量有望高增长。公司风机业务日臻完善，20 年 11 月 9 日公司与内蒙古通辽市开工建设全球首个现代能源“风光火储研制”一体化示范项目，在全国率先开展定制化风机应用示范和无补贴风电优惠上网示范。20 年 11 月 20 日公司与中国华能签署千万千瓦海上风电资源战略合作框架协议，推动双方海上多元化合作，开拓全面创新合作局面。考虑到 21 年底是国内海上风电项目享受国家补贴的最后期限，我们预计 21 年国内海上风电新增装机量有望达到 6GW，同比增长 96%，有望带动公司海上风机出货量快速增长。

20年发电业务稳定增长，在建项目规模充沛

公司发电业务收入稳健增长。截至 2020 年底，公司已投资的新能源电站并网装机容量达到 1.08GW，同比增长 46%。2020 年公司发电业务收入为 9.90 亿元，同比增长 31%，毛利率为 61.73%，同比下降 2.74pct。2020 年全国风电平均利用小时数为 2097 小时，同比增加 15 小时，我们认为随着行业平均利用小时数的不断提升，公司风电场发电业务毛利率将有所改善。

图 13：20 年国内风电平均利用小时数为 2097 小时（单位：小时）



资料来源：国家能源局，西部证券研发中心

在建风电场规模较大，21 年风电场发电业务收入有望持续增长。截至 2020 年底，公司在建装机容量约 2.65GW，同比增长 166%。公司对新能源电站运营业务采取“滚动开发”的整体战略，即新增电站资产不断投建过程中，持续对成熟电站项目择机出让。2020 年公司完成 4 个成熟风电项目的转让，对应容量 198MW。公司通过“滚动开发”战略大幅缩短了资金回收期，实现了风电场资产的保值增值。随着公司在建项目逐步并网，发电业务收入有望稳健增长。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10,773	16,333	30,307	30,757	32,325
应收款项	6,232	5,686	8,431	8,825	9,839
存货净额	2,811	8,472	8,970	9,679	11,616
其他流动资产	2,763	2,634	1,970	2,456	2,353
流动资产合计	**22,580**	**33,125**	**49,677**	**51,716**	**56,134**
固定资产及在建工程	7,076	10,771	12,152	13,675	15,497
长期股权投资	422	539	455	472	488
无形资产	1,097	1,287	1,261	1,308	1,340
其他非流动资产	3,522	5,907	4,299	4,631	4,981
非流动资产合计	**12,116**	**18,503**	**18,167**	**20,086**	**22,306**
资产总计	**34,696**	**51,628**	**67,844**	**71,802**	**78,440**
短期借款	1,375	149	936	820	635
应付款项	16,022	25,562	39,362	40,039	43,586
其他流动负债	766	1,334	700	933	989
流动负债合计	**18,162**	**27,045**	**40,998**	**41,792**	**45,210**
长期借款及应付债券	7,705	7,923	7,873	8,525	8,798
其他长期负债	1,736	1,575	1,579	1,630	1,595
长期负债合计	**9,441**	**9,498**	**9,453**	**10,155**	**10,393**
负债合计	**27,604**	**36,543**	**50,451**	**51,947**	**55,603**
股本	1,380	1,875	1,875	1,875	1,875
股东权益	7,092	15,084	17,393	19,854	22,837
负债和股东权益总计	**34,696**	**51,628**	**67,844**	**71,802**	**78,440**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	661	1,304	2,272	2,538	3,036
折旧摊销	444	511	540	745	847
营运资金变动	267	386	586	596	686
其他	4,383	1,430	12,389	(934)	223
经营活动现金流	**5,755**	**3,631**	**15,787**	**2,944**	**4,793**
资本支出	(1,083)	(4,026)	(1,971)	(2,294)	(2,725)
其他	(1,060)	263	32	27	71
投资活动现金流	**(2,143)**	**(3,763)**	**(1,938)**	**(2,267)**	**(2,654)**
债务融资	1,007	(997)	89	(150)	(517)
权益融资	1,136	6,567	37	(77)	(54)
其它	1,789	(401)	0	0	0
筹资活动现金流	**3,933**	**5,169**	**126**	**(227)**	**(571)**
汇率变动					
现金净增加额	**7,545**	**5,037**	**13,974**	**450**	**1,568**

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**10,493**	**22,457**	**30,500**	**31,210**	**36,083**
营业成本	8,116	18,287	24,708	24,759	28,629
营业税金及附加	52	105	211	172	206
销售费用	895	975	1,311	1,404	1,624
管理费用	717	1,110	1,555	1,623	1,768
财务费用	267	386	586	596	686
其他费用/（-收入）	(292)	16	(283)	(183)	(206)
营业利润	**739**	**1,579**	**2,411**	**2,838**	**3,377**
营业外净收支	9	(102)	(29)	(41)	(57)
利润总额	**748**	**1,477**	**2,382**	**2,798**	**3,320**
所得税费用	86	173	110	260	283
净利润	**661**	**1,304**	**2,272**	**2,538**	**3,036**
少数股东损益	(51)	(70)	(105)	(150)	(161)
归属于母公司净利润	**713**	**1,374**	**2,377**	**2,688**	**3,197**

财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
ROE	12.8%	12.8%	14.9%	14.5%	15.0%
毛利率	22.7%	18.6%	19.0%	20.7%	20.7%
营业利润率	7.0%	7.0%	7.9%	9.1%	9.4%
销售净利率	6.3%	5.8%	7.4%	8.1%	8.4%
成长能力					
营业收入增长率	52.0%	114.0%	35.8%	2.3%	15.6%
营业利润增长率	94.2%	113.7%	52.7%	17.7%	19.0%
归母净利润增长率	67.3%	92.8%	73.0%	13.1%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	79.6%	70.8%	74.4%	72.3%	70.9%
流动比	1.24	1.21	1.21	1.24	1.24
速动比	1.09	0.91	0.99	1.01	0.98

每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标					
EPS	0.37	0.70	1.22	1.38	1.64
BVPS	3.44	7.57	8.80	10.14	11.75
估值					
P/E	47.6	24.7	14.3	12.6	10.6
P/B	3.6	2.2	1.9	1.6	1.4
P/S	3.2	1.5	1.1	1.1	0.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上

增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间

中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%

卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址： 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。