



买入 (维持)

所属行业: 风电设备  
当前价格(元): 33.68

证券分析师

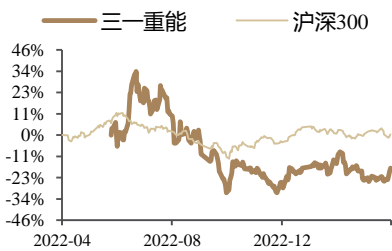
彭广春

资格编号: S0120522070001

邮箱: penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.12	-2.94	0.09
相对涨幅(%)	6.39	-2.57	3.73

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《三一重能(688349.SH): 鲸饮未吞海, 陆风剑气已横秋》, 2023.1.19

# 三一重能 (688349.SH): 22 年年报符合预期, 抗通缩属性赢得现在, 双海战略谋划未来

投资要点

- 事件:** 2023年4月28日公司发布22年年报及23年Q1财报。22年年报披露公司营收123.25亿元, 同比+20.89%, 归母净利润16.48亿元, 同比+2.78%, 扣非归母净利润15.97亿元, 同比+3.60%。23年Q1财报披露公司营收15.64亿元, 同比-23.66%, 归母净利润4.82亿元, 同比-19.15%, 扣非归母净利润4.07亿元, 同比-32.70%。
- 22年年报符合预期:** 我们之前对公司22-23年归母净利润预测为16.42/23.24亿元, 实际年报、季报数据符合预期。23年Q1风机价格还在走低, 23年3月海陆整机价格同比下滑约15%, 这使得公司业绩承压。但行业装机10.4GW, 同比+32%, Q1装机量创六年来新高。按照2023年预期装机量75GW测算, 23年后三季度装机比例有望占全年比例的86%, 而通过公司22年报披露, 公司营收中主机销售业务占比高达82.91%, 这意味着23年后三季度业绩有望大幅上升, 我们也将继续维持之前分析对于23年公司业绩的预测。
- 降本有效, 毛利率下滑有限, 抗通缩能力显著。** 年报披露, 公司22年整体经营毛利率为23.55%, 其中主营业务毛利率23.47%, 主机销售毛利率为23.25%, 同比仅-2.93%。在风电行业主机价格快速下滑的背景下, 公司通过一系列降本控费手段有效降低成本, 保证了主营业务毛利率的稳定。23年市场行情回暖, 装机量有望同比大幅增加, 陆上整机价格有望结束快速下滑的行情, 看好公司陆上整机销售业务随陆上整机价格企稳而继续增厚业绩。
- 双海战略显露雏形, 未来业绩可期。** 23年公司已经正式对外发布海上整机产品并已参与项目投标。根据可比公司业务显示, 海上机组毛利率相对同公司陆上整机占优, 看好公司海风机组顺利下海后进一步显著增厚公司业绩。此外, 根据22年年报披露, 公司在国家“一带一路”政策指引下, 将依托三一全球化的海外体系布局, 借助丰富的发电企业客户资源, 重点布局亚太、拉美、中东、欧洲等区域, 积极开拓海外市场, 力争打造一个全球知名的风电品牌。公司出海战略凭借三一集团多年海外销售经营、优势有望获得突破, 看好公司23-25年海外整机销售将逐步增厚公司业绩。
- 投资建议。** 公司22年年报较好符合了我们之前对于公司的研判, 在国内风电行业回暖+陆上整机价格有望企稳+公司双海战略发力的综合背景下, 我们预测公司23-25年营收202.52/314.27/405.86亿元, YOY+64.32%/+55.18%/+29.14%, 归母净利润23.24/30.10/37.45亿元, YOY+41.05%/+29.51%/+24.42%。23年公司估值方面, 维持之前研报判断, 我们给予公司23年588亿元估值, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、终端需求不足的风险、上游原材料价格波动风险



**股票数据**

总股本(百万股):	1,189.48
流通 A 股(百万股):	142.47
52 周内股价区间(元):	28.25-54.92
总市值(百万元):	40,061.83
总资产(百万元):	27,085.87
每股净资产(元):	9.85

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,195	12,325	20,252	31,427	40,586
(+/-)YOY(%)	9.5%	20.9%	64.3%	55.2%	29.1%
净利润(百万元)	1,603	1,648	2,324	3,010	3,745
(+/-)YOY(%)	16.9%	2.8%	41.1%	29.5%	24.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.35	1.39	1.95	2.53	3.15
毛利率(%)	28.7%	23.6%	23.6%	21.6%	21.3%
净资产收益率(%)	41.4%	14.7%	17.2%	18.2%	18.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.52	1.95	2.53	3.15
每股净资产	9.40	11.36	13.89	17.03
每股经营现金流	0.64	4.49	4.61	3.36
每股股利	0.43	0.43	0.43	0.43
价值评估(倍)				
P/E	19.30	17.24	13.31	10.70
P/B	3.12	2.97	2.43	1.98
P/S	3.25	1.98	1.27	0.99
EV/EBITDA	21.46	13.58	9.00	6.45
股息率%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.6%	23.6%	21.6%	21.3%
净利润率	13.4%	11.5%	9.6%	9.2%
净资产收益率	14.7%	17.2%	18.2%	18.5%
资产回报率	6.2%	6.2%	5.8%	6.2%
投资回报率	6.1%	9.7%	10.2%	10.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.9%	64.3%	55.2%	29.1%
EBIT 增长率	-29.6%	92.7%	26.6%	23.1%
净利润增长率	2.8%	41.1%	29.5%	24.4%
偿债能力指标				
资产负债率	57.7%	64.2%	68.2%	66.3%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.8	0.9	0.8
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	55.9	39.4	44.7	46.6
存货周转天数	60.5	72.9	73.6	69.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	3.1	3.3	4.3	4.6

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,648	2,324	3,010	3,745
少数股东损益	5	4	7	7
非现金支出	475	338	388	430
非经营收益	-940	-821	-1,104	-1,421
营运资金变动	-429	3,490	3,179	1,238
经营活动现金流	759	5,335	5,481	3,999
资产	-2,598	-2,444	-1,429	-1,936
投资	-771	-97	-103	-100
其他	-203	820	1,103	1,421
投资活动现金流	-3,572	-1,721	-428	-616
债权募资	2,073	695	695	606
股权募资	5,512	0	0	0
其他	-24	0	0	0
融资活动现金流	7,561	695	695	606
现金净流量	4,771	4,309	5,747	3,990

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,325	20,252	31,427	40,586
营业成本	9,422	15,470	24,628	31,932
毛利率%	23.6%	23.6%	21.6%	21.3%
营业税金及附加	97	140	219	281
营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	764	1,289	1,980	2,570
营业费用率%	6.2%	6.4%	6.3%	6.3%
管理费用	410	694	1,070	1,380
管理费用率%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	768	1,060	1,631	2,115
研发费用率%	6.2%	5.2%	5.2%	5.2%
EBIT	1,039	2,003	2,536	3,122
财务费用	-68	101	157	203
财务费用率%	-0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-83	-51	-31	-41
投资收益	936	820	1,103	1,421
营业利润	1,891	2,671	3,452	4,299
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	1,886	2,671	3,452	4,299
EBITDA	1,374	2,289	2,893	3,511
所得税	233	343	435	547
有效所得税率%	12.3%	12.8%	12.6%	12.7%
少数股东损益	5	4	7	7
归属母公司所有者净利润	1,648	2,324	3,010	3,745

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,098	13,407	19,153	23,143
应收账款及应收票据	2,564	2,985	7,023	6,281
存货	1,636	4,628	5,448	6,792
其它流动资产	4,692	6,120	8,553	10,655
流动资产合计	17,990	27,140	40,177	46,872
长期股权投资	295	386	483	576
固定资产	4,039	6,231	7,246	8,782
在建工程	1,155	892	785	600
无形资产	375	563	702	866
非流动资产合计	8,426	10,630	11,774	13,381
资产总计	26,415	37,770	51,951	60,253
短期借款	3,089	3,784	4,478	5,085
应付票据及应付账款	6,548	11,632	18,716	19,678
预收账款	209	344	534	690
其它流动负债	4,593	7,706	10,901	13,726
流动负债合计	14,439	23,465	34,630	39,179
长期借款	614	614	614	614
其它长期负债	180	180	180	180
非流动负债合计	794	794	794	794
负债总计	15,233	24,259	35,423	39,973
实收资本	1,189	1,189	1,189	1,189
普通股股东权益	11,183	13,507	16,517	20,262
少数股东权益	0	4	11	18
负债和所有者权益合计	26,415	37,770	51,951	60,253

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 分析师声明

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。