

2023 年 05 月 05 日  
三一重能 (688349.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

风电

## 市场地位稳步向上, 盈利能力保持突出

■ **事件:** 公司发布业绩公告, 2022 年, 实现营收 123.25 亿, 同比+20.89%, 归母净利润 16.48 亿, 同比+2.78%; 2023 年 Q1, 实现营收 15.64 亿, 同比-23.66%, 归母净利润 4.82 亿, 同比-19.15%。

■ **风机制造主业市场竞争力持续增强, 风电站滚动开发良性循环:** 根据 CWEA, 2022 年我国风电新增吊装装机容量 49.83GW, 同比-10.3%, 其中陆海风分别吊装 44.67、5.16GW, 分别同比+7.8%、-64.4%, 受海风抢装后需求透支以及多种非经济性外部因素影响, 行业整体装机增长承压。在风电平价时代, 公司产品、成本优势凸显, 实现较好经营成绩, 2022 年风机销售 4.52GW, 同比增长 40.8%, 市场地位进一步提升, 2021-2022 年, 国内市占率从 5.74% 升至 9.07%, 国内陆风市占率从 7.75% 升至 10.12%, 在国内风电整机商排名从第 8 位跃升至第 5 位。分业务来看:

(1) **风机制造海陆并进, 引领大型化趋势, 2022 年实现营收 101.5 亿, 同比+14.5%, 占比达 82%。**其中 3.XMW 及以下机组、3.XMW 以上机组分别贡献 28.4、71.1 亿收入, 分别同比-63%、+529%, 3MW 以上大型化产品占比提升约 47pct, 公司大型化产品引领行业趋势, 根据年报披露, 陆风机组研发到 11MW 级别, 海风推动 20MW 级研发。2023 年 3 月, 公司官网披露三一重能首台 9MW 海风机组下线, 标志着公司由陆风市场切入海风领域, 有望在未来享受行业海风装机高增长红利。

(2) **坚持实施“滚动开发”战略, 新能源电站业务增强公司盈利能力。**2022 年, 风电建设服务及发电业务分别实现 15.0、5.9 亿营收, 对外转让 5 个自建风电场项目合计容量 318MW, 实现综合投资收益约 9.4 亿元, 同比+82% (报表口径包含联营企业的投资收益)。截至 2022 年末, 公司在运营电站 411.6MW, 在建风场 823.35MW, 公司新能源电站业务进入正常开发、运营、转让节奏中, 发电收入、投资收益有望持续贡献业绩增量。

■ **盈利能力行业领先, 费用控制相对稳定:** 2022 年, 公司整体毛利率 23.55%, 同比-5pct, 净利率 13.41%, 同比-2.23pct。①毛利端来看: 风机大型化趋势下, 均价降幅较大导致毛利率下滑, 但得益于产业链一体化布局、设计、生产等方面优秀的成本控制能力, 公司毛利率显著高于行业平均水平 (我们选取 5 家以风机制造为主业的上市公司, 2022 年平均毛利率为 18.6%)。②费用端来看, 公司期间费用率 15.2%, 同比-0.54pct, 费用控制基本稳定。③其他收益端来看, 投资收益的增长增强了公司盈利能力。2023 年 Q1, 毛、净利率分别为 29%、30.86%, 我们判断系单季度

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	45.75 元
股价 (2023-05-04)	33.22 元

交易数据	
总市值(百万元)	39,514.67
流通市值(百万元)	4,603.50
总股本(百万股)	1,189.48
流通股本(百万股)	138.58
12 个月价格区间	28.25/54.92 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.0	-2.0	
绝对收益	8.2	-4.7	

郭倩倩 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

### 相关报告

风机销售规模显著增加, 市场份额有望稳步提升 2022-11-02

订单均价差异、投资收益确认导致的盈利水平波动。展望未来，风机大型化发展虽对盈利能力稳定造成一定压力，但考虑到公司较强的成本控制能力，出口、海风占比提升优化业务结构，公司盈利水平有望保持基本稳定，并持续领先行业。

■ **在手订单快速增长，短期成长无虞，中长期海外市场及海上风电有望贡献增量：**根据公司公告，2020-2021 年，公司新签外部订单容量分别为 2.61、6.76GW，截至 2022 年末，公司在手订单达 9.25GW，公司积极获取订单，业务规模有望持续扩大，2023 年 Q1 业绩下滑主要系装机淡季新增交付较少，且相比去年同期缺少延后交付的收入确认。短期来看，伴随下游进入装机旺季，公司交付规模同比有望保持高速增长；中长期来看，公司积极布局海外市场以及海风新产品，根据年报，公司在海外市场已有订单斩获，中标了哈萨克斯坦 98MW 风电项目，2023 年将进一步增加订单获取并逐步开始交付实现收入，同时海风 9MW 新产品下线，也意味着公司进入海风订单获取阶段，整体看长期成长动力较强。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 160.9/206.7/254.8 亿元，同比增速分别为 30.6%/28.5%/23.2%，归母净利润分别为 21.8/28.4/38.0 亿元，同比增速分别为 32.2%/30.5%/33.6%，对应 PE 分别为 18/14/10 倍，考虑较好的行业景气度，公司相对突出的成长性与盈利性，给予 2023 年 25X PE，对应 6 个月目标价 45.75 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**风电新增装机不及预期；行业竞争加剧导致盈利能力下滑；新产品迟缓导致市场竞争力下滑；海外拓展不及预期；海风市场拓展不及预期。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	101.7	123.2	160.9	206.7	254.8
净利润	15.9	16.5	21.8	28.4	38.0
每股收益(元)	1.34	1.39	1.83	2.39	3.19
每股净资产(元)	3.23	9.40	11.30	13.69	16.88

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	24.8	24.0	18.1	13.9	10.4
市净率(倍)	10.3	3.5	2.9	2.4	2.0
净利润率	15.6%	13.4%	13.5%	13.7%	14.9%
净资产收益率	41.4%	14.7%	16.2%	17.5%	18.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	126.4%	80.3%	89.7%	398.9%	203.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	101.7	123.2	160.9	206.7	254.8	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	72.7	94.2	125.5	160.5	192.7	营业收入增长率	9.3%	21.1%	30.6%	28.5%	23.2%
营业税费	0.7	1.0	1.3	1.6	2.0	营业利润增长率	19.9%	2.0%	22.3%	32.1%	35.7%
销售费用	6.6	7.6	9.7	12.8	15.5	净利润增长率	16.0%	3.6%	32.2%	30.5%	33.6%
管理费用	3.5	4.1	5.2	6.4	7.6	EBITDA 增长率	26.2%	-5.0%	27.1%	26.5%	30.2%
研发费用	5.4	7.7	8.9	11.0	13.5	EBIT 增长率	23.6%	-7.7%	29.1%	28.6%	32.8%
财务费用	0.5	-0.7	-1.7	-2.5	-3.4	NOPLAT 增长率	10.8%	-3.0%	18.0%	31.0%	35.5%
资产减值损失	-1.1	-0.8	-1.0	-1.0	-0.9	投资资本增长率	52.7%	5.6%	-70.5%	166.0%	-83.9%
加: 公允价值变动收益	0.4	-0.7	-	-	-	净资产增长率	77.0%	191.2%	20.2%	21.2%	23.4%
投资和汇兑收益	5.2	9.4	11.8	14.6	15.5						
<b>营业利润</b>	18.5	18.9	23.1	30.6	41.5	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-0.2	-0.1	1.6	1.7	1.7	毛利率	28.6%	23.6%	22.1%	22.4%	24.4%
<b>利润总额</b>	18.4	18.9	24.8	32.3	43.2	营业利润率	18.2%	15.3%	14.4%	14.8%	16.3%
减: 所得税	2.5	2.3	3.0	3.9	5.2	净利润率	15.6%	13.4%	13.5%	13.7%	14.9%
<b>净利润</b>	15.9	16.5	21.8	28.4	38.0	EBITDA/营业收入	22.1%	17.3%	16.9%	16.6%	17.6%
						EBIT/营业收入	19.2%	14.7%	14.5%	14.5%	15.7%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	127	118	94	78	67
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-130	-103	-103	-93	-82
货币资金	39.8	91.0	119.6	105.9	155.7	流动资产周转天数	312	413	465	414	395
交易性金融资产	0.8	11.7	11.7	11.7	11.7	应收帐款周转天数	46	68	55	60	65
应收帐款	17.1	29.3	19.9	49.0	43.0	存货周转天数	63	46	66	64	60
应收票据	7.3	2.6	9.9	7.3	15.3	总资产周转天数	565	645	662	580	536
预付帐款	1.9	3.1	3.8	6.0	6.9	投资资本周转天数	58	60	30	20	14
存货	15.3	16.4	42.9	31.1	54.5						
其他流动资产	20.7	25.9	27.7	29.6	31.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	41.4%	14.7%	16.2%	17.5%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	6.3%	6.7%	8.4%	9.0%
长期股权投资	1.9	3.0	3.0	3.0	3.0	ROIC	126.4%	80.3%	89.7%	398.9%	203.2%
投资性房地产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	<b>费用率</b>					
固定资产	40.1	40.4	43.4	46.1	48.3	销售费用率	6.5%	6.2%	6.0%	6.2%	6.1%
在建工程	11.1	11.6	14.9	16.1	16.3	管理费用率	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
无形资产	2.8	3.8	3.5	3.3	3.1	研发费用率	5.3%	6.2%	5.5%	5.3%	5.3%
其他非流动资产	18.5	25.2	27.0	28.9	30.9	财务费用率	0.5%	-0.6%	-1.1%	-1.2%	-1.3%
<b>资产总额</b>	177.6	264.2	327.6	338.3	420.7	四费/营业收入	15.7%	15.2%	13.6%	13.4%	13.1%
短期债务	26.6	30.9	30.0	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	37.5	48.1	77.4	83.1	109.5	资产负债率	78.4%	57.7%	59.0%	51.9%	52.3%
应付票据	15.6	24.5	34.7	41.1	49.9	负债权益比	362.6%	136.2%	143.8%	107.8%	109.5%
其他流动负债	45.0	40.9	49.3	49.3	58.2	流动比率	0.82	1.25	1.23	1.39	1.46
长期借款	13.4	6.1	-	-	-	速动比率	0.70	1.13	1.01	1.21	1.21
其他非流动负债	1.2	1.8	1.9	2.1	2.2	利息保障倍数	39.19	-26.54	-13.74	-12.13	-11.66
<b>负债总额</b>	139.2	152.3	193.3	175.5	219.9	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	9.9	11.9	11.9	11.9	11.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	28.4	100.7	122.5	150.9	188.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	38.4	111.8	134.4	162.8	200.8						

## 现金流量表

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	15.9	16.5	21.8	28.4	38.0	EPS(元)	1.34	1.39	1.83	2.39	3.19
加: 折旧和摊销	3.0	3.3	3.8	4.3	4.9	BVPS(元)	3.23	9.40	11.30	13.69	16.88
资产减值准备	1.1	0.8	-	-	-	PE(X)	24.8	24.0	18.1	13.9	10.4
公允价值变动损失	-0.4	0.7	-	-	-	PB(X)	10.3	3.5	2.9	2.4	2.0
财务费用	0.4	-0.7	-1.7	-2.5	-3.4	P/FCF	16.4	33.4	13.3	-33.4	7.6
投资收益	-5.3	-9.4	-11.8	-14.6	-15.5	P/S	3.9	3.2	2.5	1.9	1.6
少数股东损益	-	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	-	12.1	9.8	7.2	4.4
营运资金的变动	-6.3	-18.3	19.2	-8.5	13.9	CAGR(%)	21.3%	32.0%	16.7%	21.3%	32.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	6.5	7.6	31.3	7.2	37.9	PEG	1.2	0.7	1.1	0.7	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	1.6	-35.7	1.8	6.6	8.5	ROIC/WACC	12.7	8.1	9.0	40.1	20.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	13.9	75.6	-4.5	-27.5	3.5	REP	-	1.5	4.8	0.4	3.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034