

三一重能 (688349)

三一重能 22 年报&23 年一季报: 盈利优势显著, 23 年份额再上台阶

买入 (维持)

2023 年 04 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,325	14,987	19,395	24,737
同比	21%	22%	29%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	1,648	2,152	2,841	3,576
同比	3%	31%	32%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.39	1.81	2.39	3.01
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.31	18.61	14.10	11.20

关键词: #成本下降 #市占率上升 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- **事件:** 公司发布 22 年报和 23 年一季报, 符合预期。22 年营收 123.3 亿元, 同增 21%; 归母净利 16.5 亿元, 同增 2.8%; 毛利率 23.55%, 同降 5.0pct。其中 22Q4 营收 59.8 亿元, 同/环比 30.9%/164.2%; 归母净利 6.05 亿元, 同/环比 17.5%/147%。23Q1 营收 15.64 亿元, 同/环比-23.7%/-73.8%; 归母净利 4.82 亿元, 同/环比-19.2%/-20.3%。
- **22 年风机市占率快速提升, 在手订单充足支撑 23 年份额进一步扩大:** 22 年风机出货约 4.5GW, 同增+39%。根据 CWEA, 公司陆风市占率快速提升, 从 21 年的 7.8%提升至 22 年的 10.1%、排名从第 8 跃升至第 5。23Q1 风机出货约 500MW, 同/环比-31%/-76.0%, 主要系一季度淡季, 项目尚未大量开工, 而截至 22 年底公司在手订单 (含中标未签合同的订单) 合计 9.25GW, 全年出货高增有保障, 预计 8GW+, 同比+78%, 高于行业吊装增速 (预计 50%左右)。据我们不完全统计, 截至 23 年 4 月底, 陆上风机定标 (含开标) 超 42GW, 公司中标 (含开标) 4GW, 占比约 9.5%, 排名第四, 全年订单有望再创新高。
- **陆风价格下行趋势下, 公司盈利阿尔法显著:** 22 年陆风价格持续下行, 公司制造毛利率保持 23.25%, 测算单瓦净利 0.13-0.15 元, 远高于行业平均。23Q1 毛利率 29%, 同/环比+3.1pct/+8.2pct, 主要系 Q1 高毛利率的发电业务占比较高, 而风机制造毛利率预计也有 22-24%, 主要系通过大型化、供应链管理等手段持续降本, 与行业拉开差距。
- **双海战略持续推进、优化产品结构, 提升盈利能力:** 22 年公司海外订单实现突破, 在哈萨克斯坦获取 98MW 订单, 十四五继续重点布局亚太、拉美、欧洲市场, 凭借三一海外渠道优势, 有望成为“中国风电走出去”的排头兵; 23Q1 海风机组在东营基地下线, 即将进军海风市场。海外和海上风机毛利率预计高于国内陆风, 带动综合毛利率稳中有升。
- **滚动开发风电场, 转让增厚利润:** 22 年公司对外转让风电场 318MW (21 年 240MW, 同比+33%), 实现投资收益约 9.4 亿元, 同比+82%, 其中 22Q4 转让一个标准风电场, 环比持平。截止 22 年底, 公司存量风电场规模 412MW, 在建风电场 823MW, 并签署了 550MW 外部风电 EPC 项目。23Q1 实现投资收益 4.1 亿元, 我们预计出售了 2 个风场 (150MW), 包括已公告转让的一个 100MW 风电场 (贡献利润总额约 2.86 亿元)。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 23-25 年归母净利润 21.52/28.41/35.76 亿元 (23-24 年前值 23.3/30.4 亿元, 考虑陆风价格下降, 小幅下调盈利预测), 同比+31%/32%/26%, 对应 PE 19/14/11 倍。公司陆风市占率持续提升、双海从 0 到 1, 成长性强, 给予 23 年 25 倍 PE, 对应目标价 45 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 价格竞争加剧、行业需求不及预期、双海战略推进不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.68
一年最低/最高价	27.92/56.57
市净率(倍)	3.42
流通 A 股市值(百万元)	4,667.24
总市值(百万元)	40,061.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.85
资产负债率(% ,LF)	56.74
总股本(百万股)	1,189.48
流通 A 股(百万股)	138.58

相关研究

《三一重能(688349): 2022 年第三季度点评: 风机持续降本, 电站转让增厚利润-勘误版》

2022-10-31

《三一重能(688349): 2022 年第三季度点评: 制造端业绩承压, 电站转让增厚利润》

2022-10-31

三一重能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	17,990	23,707	30,533	36,918	营业总收入	12,325	14,987	19,395	24,737
货币资金及交易性金融资产	10,264	13,687	18,504	21,186	营业成本(含金融类)	9,422	11,366	14,590	18,466
经营性应收款项	3,090	3,443	4,712	5,567	税金及附加	97	90	116	148
存货	1,636	4,057	3,258	5,995	销售费用	764	809	970	1,138
合同资产	1,744	1,954	2,552	3,284	管理费用	410	450	543	915
其他流动资产	1,255	566	1,506	886	研发费用	768	824	970	1,138
非流动资产	8,426	8,731	9,207	9,732	财务费用	-68	12	-23	-85
长期股权投资	295	380	468	557	加:其他收益	238	300	310	346
固定资产及使用权资产	4,039	4,407	4,698	4,970	投资净收益	936	704	689	693
在建工程	1,155	873	824	854	公允价值变动	-74	0	0	0
无形资产	375	515	663	799	减值损失	-141	6	-1	3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	3	7
长期待摊费用	0	1	2	3	营业利润	1,891	2,447	3,230	4,066
其他非流动资产	2,561	2,555	2,551	2,548	营业外净收支	-5	-1	-2	-3
资产总计	26,415	32,438	39,740	46,649	利润总额	1,886	2,446	3,228	4,063
流动负债	14,439	18,209	22,520	25,654	减:所得税	233	294	387	488
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,131	3,665	4,236	4,771	净利润	1,653	2,152	2,841	3,576
经营性应付款项	6,757	8,565	11,228	12,609	减:少数股东损益	5	0	0	0
合同负债	2,150	3,026	3,904	4,812	归属母公司净利润	1,648	2,152	2,841	3,576
其他流动负债	2,401	2,953	3,152	3,462	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.39	1.81	2.39	3.01
非流动负债	794	894	1,044	1,244	EBIT	1,159	1,714	2,489	3,250
长期借款	614	714	864	1,064	EBITDA	1,494	2,138	2,968	3,780
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.55	24.16	24.78	25.35
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.37	14.36	14.65	14.46
其他非流动负债	180	180	180	180	收入增长率(%)	20.89	21.60	29.42	27.54
负债合计	15,233	19,103	23,564	26,897	归母净利润增长率(%)	2.78	30.63	31.99	25.87
归属母公司股东权益	11,183	13,335	16,176	19,752					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,183	13,335	16,176	19,752					
负债和股东权益	26,415	32,438	39,740	46,649					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	759	3,045	4,629	2,600	每股净资产(元)	9.40	11.21	13.60	16.61
投资活动现金流	-3,572	-63	-305	-393	最新发行在外股份(百万股)	1,189	1,189	1,189	1,189
筹资活动现金流	7,561	441	494	474	ROIC(%)	8.87	9.24	11.23	12.21
现金净增加额	4,771	3,422	4,818	2,681	ROE-摊薄(%)	14.73	16.14	17.56	18.10
折旧和摊销	335	424	480	530	资产负债率(%)	57.67	58.89	59.29	57.66
资本开支	-2,598	-680	-899	-990	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.31	18.61	14.10	11.20
营运资本变动	-429	985	1,770	-1,067	P/B(现价)	3.58	3.00	2.48	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

