

三一重能 (688349)

2022 中报点评: 毛利率符合预期, 下半年放量在即

买入 (维持)

2022 年 09 月 01 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,175	12,933	18,668	23,992
同比	9%	27%	44%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	1,591	1,774	2,534	3,130
同比	16%	12%	43%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.35	1.51	2.15	2.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.44	26.40	18.49	14.96

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营收 40.83 亿元, 同增 3.43%; 实现归母净利润 7.98 亿元, 同降 4.25%。其中 2022Q2 实现营收 20.34 亿元, 同增 10.77%, 环降 0.68%; 实现归母净利润 2.01 亿元, 同降 42.98%, 环降 66.30%。2022H1 毛利率为 27.03%, 同降 6.48pct, 2022Q2 毛利率 28.13%, 同增 1.09pct, 环增 2.20pct; 2022H1 归母净利率为 19.54%, 同降 1.57pct, 2022Q2 归母净利率 9.88%, 同降 9.32pct, 环降 19.25pct。
- **大兆瓦风机出货占比迅速提升, 毛利率回落符合预期, 优势依旧明显。** 2022H1 实现风机销售收入 36.81 亿元, 同增 21.67%, 其中 3.XMW 以上占比达 52.4%, 同比提升 32.8pct。2021 年以来大兆瓦陆上风机快速迭代, 招投标竞争激烈, 风机执行价格正处在下行区间, 2022H1 综合毛利率 27.03%, 同比下滑 6.48pct, 整体符合预期。我们预计风机毛利率约 24%-25%, 优势依旧明显。2022Q2 净利润同、环比下滑主要系 2021Q2、2022Q1 分别转让 240MW、220MW 风电场, 投资收益增厚净利润。
- **陆风需求旺盛, 下半年出货预计翻倍。** 截至 22 年 8 月底, 陆上风机中标 42.5GW, 其中公司中标 3.9GW, 排名第 5, 占比 9.2%, 高于 21 年市占率 7.7% (仅陆风)。陆风平价新周期, 成本管控能力为整机企业核心竞争力, 公司成本优势明显, 市占率有望进一步提升。我们预计公司上半年风机出货约 1.6-1.7GW, 随着装机需求回暖, 全年有望超 50GW (1-7 月合计约 15GW), 公司下半年出货较上半年有望翻倍。
- **加大大兆瓦机型研发投入, 保持大型化领先水平。** 报告期内, 针对陆上中高风速市场开发的 7.X-8.XMW 平台产品已在自有风电场完成并网测试。2022H1 研发费用 2.91 亿元, 同增 18.56%, 主要系公司加大对三北中高风速区域 8-10MW 整机平台、陆上中高风速及长江以北近海区域 5.X-7.XMW 机组、三北中低风速区域 4.XMW-6.XMW 机组的研发投入, 后两项已进入样机试验阶段, 将丰富公司产品线。
- **期间费用率稳定, 现金流改善。** 2022H1 公司期间费用率同比+0.2pct 至 18.98%。销售、管理 (含研发)、研发、财务费用率分别同比+0.04pct/+1.04pct/+0.91pct/-0.87pct 至 7.43%/11.72%/7.14%/-0.17%, 研发费用率提升主要系公司增加大兆瓦机型研发投入。2022H1 经营活动现金流量净流出 10.12 亿元, 同比减少流出 57.51%, 主要系销售回款较好, 销售商品、提供劳务收到的现金同比增加。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2022/2023/2024 年归母净利润预测 17.74/25.34/31.30 亿元, 同比+12%/43%/24%, EPS 分别为 1.51/2.15/2.66 元, PE 分别为 26/18/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期, 价格竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.80
一年最低/最高价	37.81/56.57
市净率(倍)	4.53
流通 A 股市值(百万元)	5,208.84
总市值(百万元)	46,836.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.78
资产负债率(% ,LF)	56.81
总股本(百万股)	1,176.79
流通 A 股(百万股)	130.88

相关研究

《三一重能(688349): 藏器于身 十四载, 平价已来风满楼》

2022-07-18

图表目录

图 1: 2022H1 收入 40.83 亿元, 同比+3.43% (亿元, %)	3
图 2: 2022H1 归母净利润 7.98 亿元, 同比-4.25% (亿元, %)	3
图 3: 图 3: 2022H1 毛利率、净利率同比-6.48、-1.57pct (%)	3
图 4: 2017-2022H1 年公司分机型营收 (单位: 亿元)	4
表 1: 2022H1 收入 40.83 亿元, 同比增长 3.43%; 盈利 7.98 亿元, 同比下降 4.25% (单位: 亿元)	3
表 2: 2018-2022H1 公司风电场出售项目及对应容量	5
表 3: 2022H1 公司自营风电场项目及对应容量	5
表 4: 2022H1 公司在建风电场设计容量	6

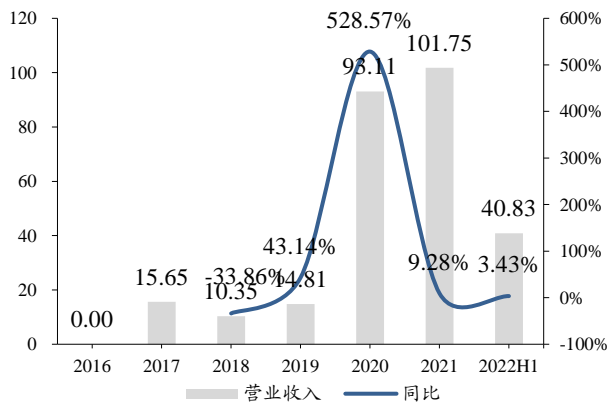
事件: 公司发布 2022 年半年报,2022H1 实现营收 40.83 亿元, 同增 3.43%; 实现归母净利润 7.98 亿元, 同降 4.25%。其中 2022Q2 实现营收 20.34 亿元, 同增 10.77%, 环降 0.68%; 实现归母净利润 2.01 亿元, 同降 42.98%, 环降 66.30%。2022H1 毛利率为 27.03%, 同降 6.48pct, 2022Q2 毛利率 28.13%, 同增 1.09pct, 环增 2.20pct; 2022H1 归母净利率为 19.54%, 同降 1.57pct, 2022Q2 归母净利率 9.88%, 同降 9.32pct, 环降 19.25pct。

表1: 2022H1 收入 40.83 亿元, 同比增长 3.43%; 盈利 7.98 亿元, 同比下降 4.25% (单位: 亿元)

三一重能	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	40.83	39.48	3.4%	20.34	18.37	10.8%	20.48	-0.7%
毛利率	27.0%	33.5%	-6.5%	28.1%	27.0%	1.1%	25.9%	2.2%
营业利润	9.93	10.00	-0.7%	2.25	4.40	-48.8%	7.68	-70.7%
利润总额	9.91	9.98	-0.7%	2.26	5.58	-59.5%	7.65	-70.4%
归属母公司净利润	7.98	8.33	-4.2%	2.01	3.53	-43.0%	5.97	-66.3%
扣非归母净利润	7.38	8.05	-8.4%	1.34	3.46	-61.4%	6.04	-77.8%
归母净利率	19.5%	21.1%	-1.6%	9.9%	19.2%	-9.3%	29.1%	-19.2%
股本	11.77	9.89	-	11.77	9.89	-	9.89	-
EPS (元/股)	0.68	0.84	-19.6%	0.17	0.36	-52.1%	0.60	-71.7%

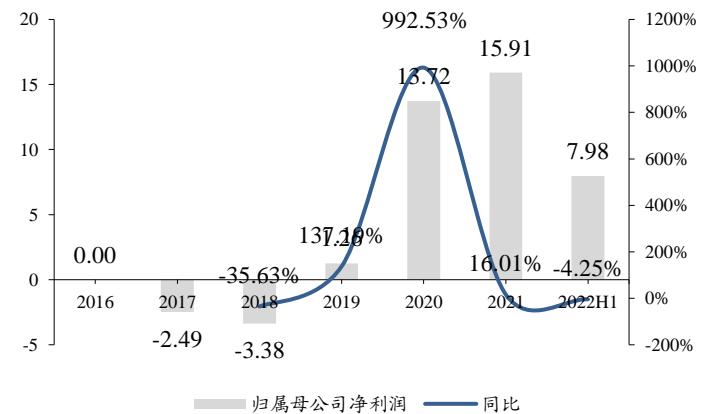
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022H1 收入 40.83 亿元, 同比+3.43% (亿元, %)



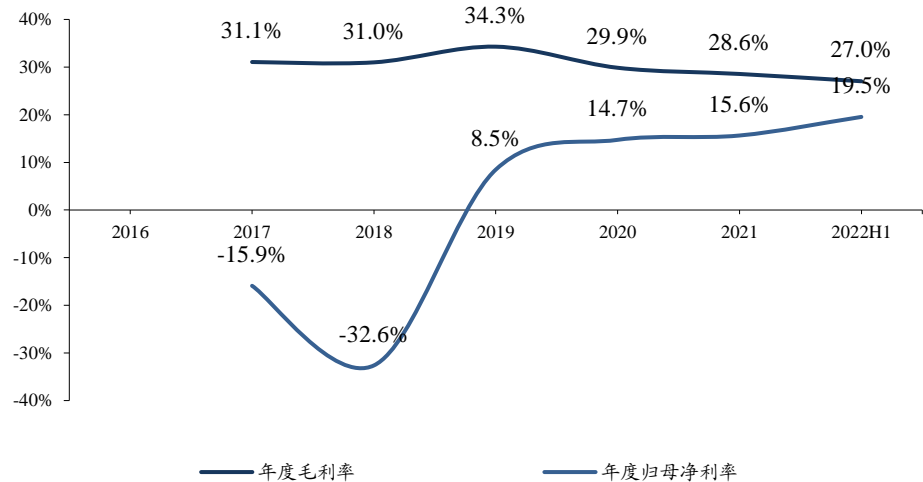
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022H1 归母净利润 7.98 亿元, 同比-4.25% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

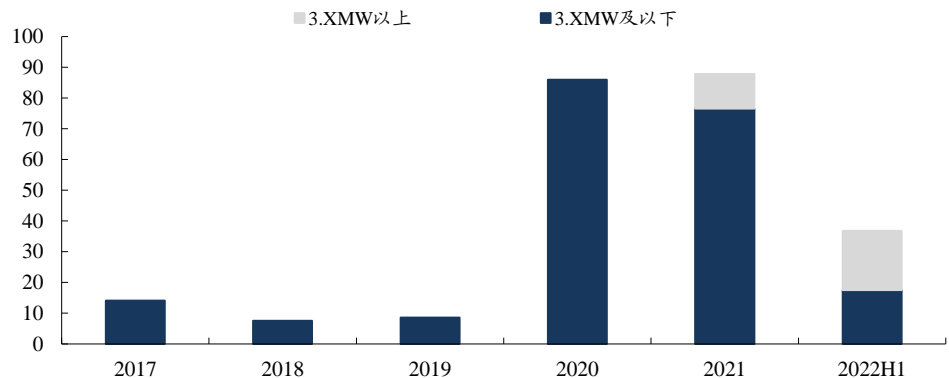
图3: 图 3: 2022H1 毛利率、净利率同比-6.48、-1.57pct (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

大兆瓦风机出货占比迅速提升，毛利率回落符合预期，优势依旧明显。2022H1 实现风机销售收入 36.81 亿元，同增 21.67%，其中 3.XMW 以上占比达 52.4%，较 2021H2 提升 32.8pct。2021 年以来大兆瓦陆上风机快速迭代，招投标竞争激烈，风机执行价格正处在下行区间，2022H1 公司综合毛利率 27.03%，同比下滑 6.48pct，整体符合预期。我们预计风机毛利率约 24%-25%，优势依旧明显。2022Q2 净利润同、环比下滑主要系 2021Q2、2022Q1 分别转让 240MW、220MW 风电场，投资收益增厚净利润。

图4：2017-2022H1 年公司分机型营收（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加大大兆瓦机型研发投入，保持大型化领先水平。报告期内，针对陆上中高风速市场开发的 7.X-8.XMW 平台产品已在自有风电场完成并网测试。2022H1 研发费用 2.91 亿元，同增 18.56%，主要系公司加大对三北中高风速区域 8-10MW 整机平台、陆上中高

风速及长江以北近海区域 5.X-7.XMW 机组、三北中低风速区域 4.XMW-6.XMW 机组的研发投入，后两项已进入样机试验阶段，将丰富公司产品线，满足不同市场需求。

“滚动开发”战略稳步推进，实现风场轻资产化运营。2022H1 公司自营风电场 453.9MW，在建风场 293.9MW，光伏电站 43.4MW，受上半年来风较弱影响，实现发电收入 3.13 亿元，同降 8.32%，平均利用小时数 1225h，高于全国平均发电小时数 6.17%。报告期内公司对外转让隆回牛形山新能源、杞县万楷新能源、蓝山县卓越新能源三个项目，累计 220MW，实现轻资产经营，缩短了资金回收周期，增强公司盈利能力。

表2：2018-2022H1 公司风电场出售项目及对应容量

年份	项目	容量/MW
2018	龙南雷公山风电场	70
	三一纳雍风电场	80
2019	济源王屋长树岭风电场	50
	中赢正源（盐池）惠安堡风电场	150
2021	郟县石鸡山风电场	48
	济源太行风电场	42
2022Q1	隆回牛形山风电场	100
	三一开封市杞县风电场	70
	蓝山县百叠岭风电场	50
合计		660

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：2022H1 公司自营风电场项目及对应容量

项目公司名称	项目名称	容量/MW	在建年份
宁乡神仙岭风电技术开发有限公司	宁乡县观音阁风电场	50	2017-2020
宁乡罗仙寨新能源开发有限公司	三一宁乡东湖塘风电场	50	2018
宁乡古山峰新能源开发有限公司	宁乡龙田风电场	50	2017-2020
延津县太行山新能源有限公司	三一延津县 100MW 风电项目	100	2020
隆回冷溪山新能源有限公司	隆回金石桥一期风电场	50	2019-2020
三一兴义新能源有限公司	兴义市白碗窑风电场一期项目	50	2017-2021
通道驰远新能源有限公司	通道县坪坦彭莫山风电场	99.9	2021
临邑东方重能新能源有限公司	三一重能临邑分散式风电项目	48	2021

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4: 2022H1 公司在建风电场设计容量

省份	项目名称	设计容量/MW
湖南	城步十里平坦一期风电项目	50
湖南	韶山市白翎、磨石分散式风电场	30
贵州	兴义市白碗窑风电场一期项目	50
湖南	三一宁乡金盆山风电场	50
湖南	彭莫山风电场	99
山东	临邑分散式风电场	64
湖南	涟源古塘风电场	30
新疆	哈密十三间房风场	50
合计		423

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率稳定, 研发费用增加。公司 2022H1 期间费用同比增长 4.53%至 7.75 亿元, 期间费用率上升 0.2 个百分点至 18.98%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+3.92%、上升 13.48%、上升 18.56%、下降 124.85%至 3.03 亿元、4.79 亿元、2.92 亿元、-0.07 亿元; 费用率分别+0.04pct/+1.04pct/+0.91/-0.87pct 至 7.43%/11.72%/7.14%/-0.17%。2022Q2 期间费用同比增长 0.98%至 4.02 亿元, 期间费用率下降 1.92pct 至 19.76%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 2.25%、上升 14.42%、上升 23.93%、下降 189.54%至 1.51 亿元、2.66 亿元、1.69 亿元、-0.16 亿元; 费用率分别-0.62pct/+0.42pct/+0.88pct/-1.71pct 至 7.44%/13.09%/8.30%/-0.77%。2022H1 期间费用率上升主要系公司加大对三北中高风速区域 8-10MW 整机平台、陆上中高风速及长江以北近海区域 5.X-7.XMW 机组、三北中低风速区域 4.XMW-6.XMW 机组的研发投入, 后两项已进入样机试验阶段, 将丰富公司产品线, 满足不同市场需求。

2022Q2 现金流改善:2022H1 经营活动现金流量净流出 10.12 亿元, 同比增长 57.51%。销售商品取得现金 44.87 亿元, 同比增长 48.63%。期末合同负债 24.61 亿元, 比年初下降 3.32%。期末应收账款 14.58 亿元, 较期初下降 0.66 亿元, 应收账款周转天数上升 26.89 天至 65.74 天。期末存货 19.69 亿元, 较期初上升 4.41 亿元; 存货周转天数上升 18.05 天至 105.65 天。2022Q2 经营活动现金净流出 0.56 亿元, 同比减少流出 95.62%。2022Q2 销售商品取得现金 28.30 亿元, 同比增长 117.49%。2022Q2 期末存货 19.69 亿元, 同比增长 2.11 亿元。现金流改善主要系销售回款较好, 销售商品、提供劳务收到的现金同比增加。

盈利预测与投资评级: 我们维持 2022/2023/2024 年归母净利润预测

17.74/25.34/31.30 亿元，同比+12%/43%/24%，EPS 分别为 1.51/2.15/2.66 元，PE 分别为 26/18/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，价格竞争加剧等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,281	20,138	22,690	29,528	营业总收入	10,175	12,933	18,668	23,992
货币资金及交易性金融资产	4,057	11,107	11,616	14,576	营业成本(含金融类)	7,269	9,695	13,997	18,000
经营性应收款项	2,834	3,499	4,342	5,843	税金及附加	69	84	121	156
存货	1,528	3,339	3,690	5,330	销售费用	660	763	1,045	1,272
合同资产	1,162	1,289	2,033	2,557	管理费用	349	440	616	792
其他流动资产	700	904	1,008	1,222	研发费用	542	685	989	1,272
非流动资产	7,481	11,139	14,897	18,638	财务费用	50	127	30	80
长期股权投资	191	247	308	369	加:其他收益	194	259	373	456
固定资产及使用权资产	4,011	7,747	11,329	14,805	投资净收益	521	685	728	744
在建工程	1,107	844	806	844	公允价值变动	39	0	0	0
无形资产	284	426	592	770	减值损失	-135	6	-18	-22
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	2	2
长期待摊费用	4	6	8	10	营业利润	1,853	2,090	2,953	3,600
其他非流动资产	1,884	1,869	1,854	1,840	营业外净收支	-15	-3	-7	-3
资产总计	17,762	31,277	37,587	48,166	利润总额	1,838	2,087	2,946	3,597
流动负债	12,463	18,633	22,259	29,509	减:所得税	247	313	412	468
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,755	3,786	4,897	5,956	净利润	1,591	1,774	2,534	3,130
经营性应付款项	5,165	9,674	10,180	14,780	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,546	2,384	3,851	5,002	归属母公司净利润	1,591	1,774	2,534	3,130
其他流动负债	1,998	2,790	3,332	3,770	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.35	1.51	2.15	2.66
非流动负债	1,459	1,559	1,709	1,909	EBIT	1,458	1,490	2,244	2,929
长期借款	1,342	1,442	1,592	1,792	EBITDA	1,760	2,069	3,139	4,152
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.56	25.04	25.02	24.97
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	15.64	13.72	13.57	13.05
其他非流动负债	117	117	117	117	收入增长率(%)	9.28	27.11	44.35	28.52
负债合计	13,922	20,192	23,968	31,418	归母净利润增长率(%)	16.01	11.50	42.82	23.52
归属母公司股东权益	3,840	11,085	13,618	16,748					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,840	11,085	13,618	16,748					
负债和股东权益	17,762	31,277	37,587	48,166					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	647	4,264	3,508	6,316	每股净资产(元)	3.88	9.42	11.57	14.23
投资活动现金流	159	-3,601	-3,987	-4,281	最新发行在外股份(百万股)	1,177	1,177	1,177	1,177
筹资活动现金流	1,393	6,387	988	925	ROIC(%)	19.88	10.45	10.60	11.43
现金净增加额	2,199	7,050	510	2,959	ROE-摊薄(%)	41.44	16.00	18.61	18.69
折旧和摊销	301	579	896	1,223	资产负债率(%)	78.38	64.56	63.77	65.23
资本开支	-1,817	-4,234	-4,655	-4,962	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.44	26.40	18.49	14.96
营运资本变动	-857	2,387	511	2,349	P/B(现价)	10.25	4.23	3.44	2.80

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>

