

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

买入 (维持)

2022年10月31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	11,556	17,358	23,737
同比	9%	14%	50%	37%
归属母公司净利润 (百万元)	1,591	1,654	2,330	3,035
同比	16%	4%	41%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.34	1.39	1.96	2.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.13	20.32	14.43	11.07

#市占率上升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 2022Q1-3 实现营收 63.45 亿元, 同增 12.75%; 归母净利润 10.43 亿元, 同降 4.16%。其中, 2022Q3 实现营收 22.63 亿元, 同增 35.94%, 环增 11.21%; 归母净利润 2.45 亿元, 同降 0.55%, 环增 22.03%。Q1-3 毛利率 26.14%, 同降 6.87pct, Q3 毛利率 24.53%, 同降 7.30pct, 环降 3.60pct; Q1-3 归母净利率 16.44%, 同降 2.90pct, Q3 归母净利率 10.85%, 同降 4.35pct, 环增 0.96pct。Q1-3 投资净收益 7.69 亿元, 同增 56.62%; Q3 投资净收益 1.49 亿元, 环增 893.33%。Q1-3 减值损失 0.45 亿元, 同降 52.63%; Q3 减值损失-0.31 亿元, 同增 39.22%, 环降 164.58%。业绩处于业绩预告中值偏下, 略低于预期。
- **风机执行价格下行, 制造端仍具优势, 电站转让增厚利润。** 22Q1-3 风机出货 2375MW, 同增 58.1%, 我们预计 Q3 出货超 900MW, 同增 70%+, 环增 30%+。随着低价订单执行, 行业毛利率承压, 公司持续降本, Q3 毛利率预计超 23%。实现投资净收益 1.5 亿元, 主要得益于电站转让, 预计 50MW 左右。
- **风机出货加速, Q4 环比有望翻倍。** 1-9 月陆风累计装机 19.2GW, Q4 吊装加速, 全年装机有望达 45GW, 公司 Q4 出货有望超 2GW, 环比有望翻倍。据我们不完全统计, 截至 22 年 10 月底, 陆上风机公布中标 (含开标) 约 55.3GW, 其中公司中标 (含开标) 6.8GW, 排名第 4, 占比 12.3%, 高于 21 年市占率 7.7% (仅陆风)。陆风平价新周期, 成本管控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。
- **Q3 期间费用率同比降低, 研发费用增长致费用率环比提升。** 22Q3 期间费用率 20.61%, 同降 0.80pct, 环增 0.85pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.3/+1.6/-2.2pct, 财务费用下降主要系利息收入大幅提升, 研发费用上升主要系加大对大兆瓦机型 (919、915 及 SI18X625 等项目) 的研发投入。
- **盈利预测与投资评级:** 平价压力下, 公司加速降本, 看好市占率提升。我们维持 2022/2023/2024 年归母净利润预测 16.54/23.30/30.35 亿元, 同比+4%/41%/30%, EPS 分别为 1.39/1.96/2.55 元, PE 分别为 20/14/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 价格竞争加剧、需求不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.90
一年最低/最高价	28.03/56.57
市净率(倍)	3.24
流通 A 股市值(百万元)	3,782.30
总市值(百万元)	34,376.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.92
资产负债率(% ,LF)	58.82
总股本(百万股)	1,189.48
流通 A 股(百万股)	130.88

相关研究

《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(688349): 2022Q3 预告点评: 持续降本维持盈利优势, Q4 出货放量在即》

2022-10-14

图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 63.45 亿元, 同比+12.75%.....	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 10.43 亿元, 同比-4.16% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 22.63 亿元, 同比+35.94% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q3 归母净利润 2.45 亿元, 同比-0.55% (亿元, %)	4
图 5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-6.87、-2.9pct.....	4
图 6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-7.3、-4.35pct.....	4
图 7: 2022Q1-3 期间费用 12.41 亿元, 同比+45.45%.....	5
图 8: 2022Q3 期间费用率 20.61%, 同比-0.80pct.....	5

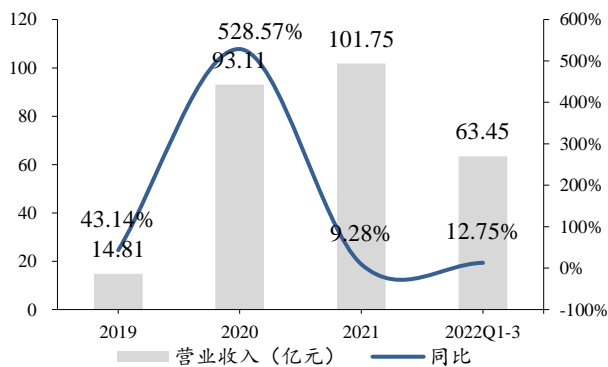
事件: 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 63.45 亿元, 同增 12.75%; 实现利润总额 12.71 亿元, 同增 0.44%; 实现归母净利润 10.43 亿元, 同降 4.16%。其中 2022Q3, 实现营业收入 22.63 亿元, 同增 35.94%, 环增 11.21%; 实现归母净利润 2.45 亿元, 同降 0.55%, 环增 22.03%。Q1-3 毛利率为 26.14%, 同降 6.87pct, Q3 毛利率 24.53%, 同降 7.30pct, 环降 3.60pct; Q1-3 归母净利率为 16.44%, 同降 2.90pct, Q3 归母净利率 10.85%, 同降 4.35pct, 环增 0.96pct。业绩处于业绩预告中值偏下, 略低于预期。

表1: 2022Q1-3 收入 63.45 亿元, 同比增长 12.75%; 盈利 10.43 亿元, 同比下降 4.16% (单位: 亿元)

三一重能	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	2022Q3 同比	2022Q2	2022Q3 环比
营业收入	63.45	56.28	12.8%	22.63	16.64	35.9%	20.34	11.2%
毛利率	26.1%	33.0%	-6.9pct	24.5%	31.8%	-0.6pct	28.1%	-3.6pct
营业利润	12.73	12.82	-0.7%	2.80	2.82	-0.9%	2.25	24.1%
利润总额	12.71	12.66	0.4%	2.80	2.68	4.6%	2.26	24.0%
归属母公司净利润	10.43	10.89	-4.2%	2.45	2.55	-0.6%	2.01	22.0%
扣非归母净利润	9.74	10.29	-5.3%	2.36	2.15	10.1%	1.34	76.5%
归母净利率	16.4%	19.3%	-2.9pct	10.8%	15.2%	-4.4pct	9.9%	1.0pct
股本	11.89	0.00	-	11.89	0.00	-	11.77	-
EPS (元/股)	0.88	-	-	0.21	-	-	0.17	20.7%

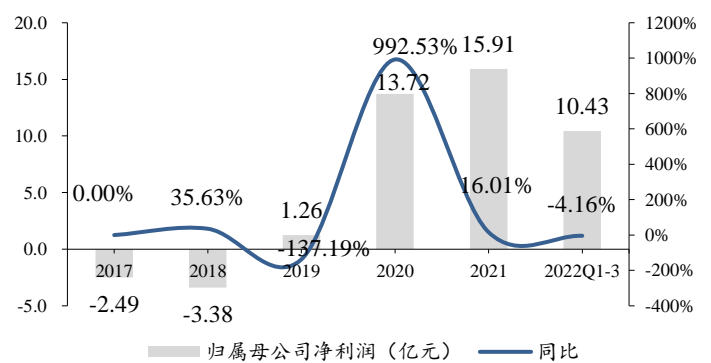
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 63.45 亿元, 同比+12.75%



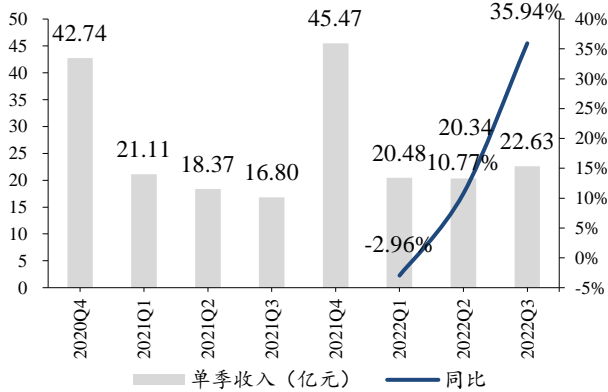
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022Q1-3 归母净利润 10.43 亿元, 同比-4.16% (亿元, %)



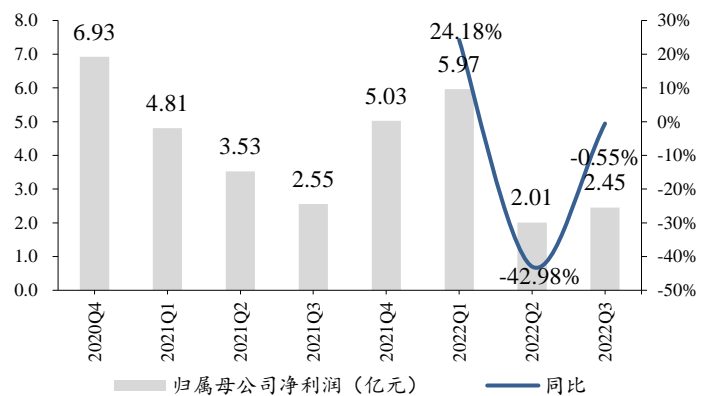
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 22.63 亿元, 同比+35.94% (亿元, %)



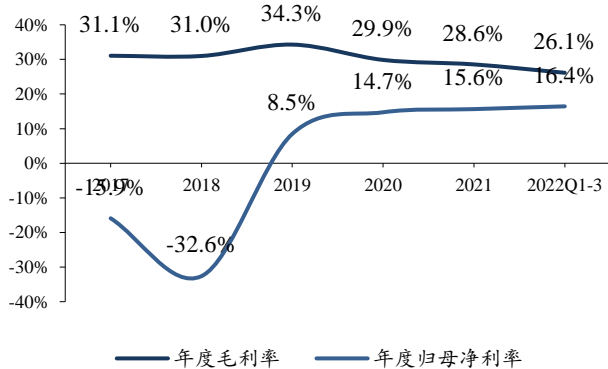
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 2.45 亿元, 同比-0.55% (亿元, %)



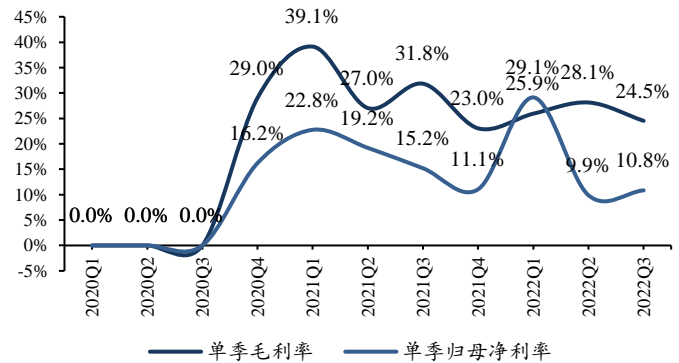
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-6.87、-2.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-7.3、-4.35pct

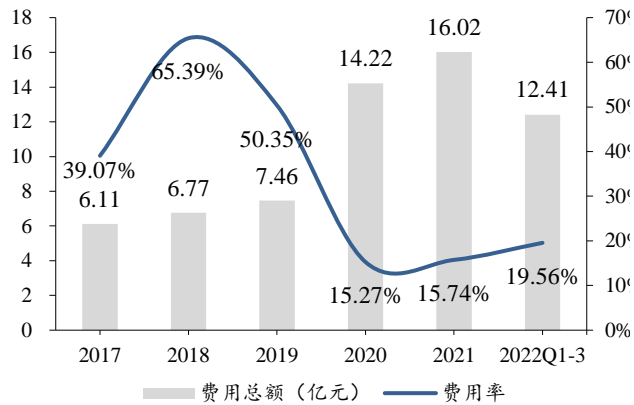


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

风机执行价格下行, 制造端仍具优势, 电站转让增厚利润。22Q1-3 风机出货 2375MW, 同增 58.1%, 我们预计 Q3 出货超 900MW, 同增 70%+, 环增 30%+。随着低价订单执行, 行业毛利率承压, 公司持续降本, Q3 毛利率预计超 23%。实现投资净收益 1.5 亿元, 主要得益于电站转让, 预计 50MW 左右。

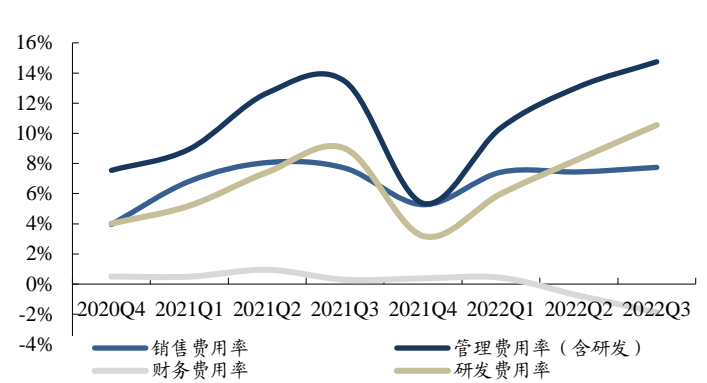
Q3 期间费用率同比降低, 研发费用增长致费用率环比提升。22Q3 期间费用率 20.61%, 同降 0.80pct、环增 0.85pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.3/+1.6/-2.2pct, 财务费用下降主要系利息收入大幅提升, 研发费用上升主要系加大对大兆瓦机型 (919、915 及 SI18X625 等项目) 的研发投入。

图7：2022Q1-3 期间费用 12.41 亿元，同比+45.45%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022Q3 期间费用率 20.61%，同比-0.80pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级： 平价压力下，公司加速降本，看好市占率提升。我们维持2022/2023/2024 年归母净利润预测 16.54/23.30/30.35 亿元，同比+4%/41%/30%，EPS 分别为 1.39 /1.96/2.55 元，PE 分别为 20/14/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 价格竞争加剧、需求不及预期等。

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	18,172	22,586	28,872	营业总收入	10,175	11,556	17,358	23,737
货币资金及交易性金融资产	4,057	10,513	11,444	14,230	营业成本(含金融类)	7,269	8,738	13,390	18,199
经营性应收款项	2,834	2,892	4,380	5,647	税金及附加	69	75	113	154
存货	1,528	2,771	3,865	5,255	销售费用	660	677	885	1,187
合同资产	1,162	1,153	1,891	2,530	管理费用	349	370	521	688
其他流动资产	700	843	1,007	1,209	研发费用	542	607	885	1,187
非流动资产	7,481	11,139	14,897	18,638	财务费用	50	135	64	107
长期股权投资	191	247	308	369	加:其他收益	194	231	347	434
固定资产及使用权资产	4,011	7,747	11,329	14,805	投资净收益	521	870	885	902
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	-84	-18	-22
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	3	4
长期待摊费用	4	6	8	10	营业利润	1,853	1,972	2,716	3,533
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	29,311	37,483	47,509	利润总额	1,838	1,969	2,709	3,530
流动负债	12,463	16,787	22,479	29,270	减:所得税	247	315	379	494
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	1,654	2,330	3,035
经营性应付款项	5,165	8,245	10,687	14,473	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,546	2,149	3,684	5,058	归属母公司净利润	1,591	1,654	2,330	3,035
其他流动负债	1,998	2,607	3,212	3,784	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.34	1.39	1.96	2.55
非流动负债	1,459	1,559	1,709	1,909	EBIT	1,458	1,286	1,882	2,728
长期借款	1,342	1,442	1,592	1,792	EBITDA	1,760	1,865	2,778	3,951
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.56	24.38	22.86	23.33
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	15.64	14.32	13.42	12.79
其他非流动负债	117	117	117	117	收入增长率(%)	9.28	13.57	50.21	36.75
负债合计	13,922	18,346	24,188	31,179	归母净利润增长率(%)	16.01	3.97	40.83	30.29
归属母公司股东权益	3,840	10,965	13,295	16,330					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,840	10,965	13,295	16,330					
负债和股东权益	17,762	29,311	37,483	47,509					

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	3,486	3,771	5,983	每股净资产(元)	3.88	9.22	11.18	13.73
投资活动现金流	159	-3,417	-3,829	-4,122	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	1,393	6,387	988	925	ROIC(%)	19.88	8.95	9.00	10.70
现金净增加额	2,199	6,457	930	2,786	ROE-摊薄(%)	41.44	15.09	17.52	18.59
折旧和摊销	301	579	896	1,223	资产负债率(%)	78.38	62.59	64.53	65.63
资本开支	-1,817	-4,234	-4,654	-4,961	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.13	20.32	14.43	11.07
营运资本变动	-857	1,823	1,135	2,271	P/B(现价)	7.27	3.07	2.53	2.06

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>

