

三一重能 (688349.SH)

三季度风机交付向好, 研发赋能制造端优势

核心观点:

- **公司发布三季度, 风机交付表现优异。**公司发布三季度报, 22 年前三季度公司实现营收 63.45 亿元, 同比+12.75%; 实现归母净利润 10.43 亿元, 同比-4.16%; 毛利率 26.14%, 同比-6.87pct, 净利率 16.52%, 同比-2.82pct。其中 22Q3 实现营收 22.63 亿元, 同比+35.94%; 实现归母净利润 2.45 亿元, 同比-0.55%。营收表现较为优异源于风机交付规模较去年同期有所增加, 盈利表现受市场竞争激烈影响短期承压。
- **加强回款管理, 营运情况整体向好。**22Q3 季度性经营性现金流净流入 10.24 亿元, 该流入主要受公司加强回款管理、销售回款良好影响, 应收账款周转天数为 57.11 天, 较上期下降 13.13%, 应收账款周转率为 4.73, 较上期增加 72.63%, 营运情况整体向好, 公司经营活力进一步增强。
- **重点项目研发支出增加, 看好长期发展。**2022 年前三季度研发费用率为 8.35%, 较去年同期上升 1.30pct, 22Q3 季度研发费用率为 10.56%, 较去年同期上升 1.57pct, 该研发费用系公司对于重点风机机型 919、915 及 SI-8X625 等的研发投入, 公司在技术更迭、重点研发项目所做出的长期努力为公司未来发展奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22-24 年归母净利润 18.7/24.1/31.3 亿元, 对应 EPS 分别为 1.58/2.03/2.63 元/股, 综合考虑公司行业地位、竞争优势、盈利能力、业绩成长性等因素, 我们给予公司 23 年 20 倍的 PE 估值, 对应合理价值 40.50 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格大幅波动, 风电装机不及预期, 新产品推进不及预期, 竞争加剧等风险。

盈利预测:

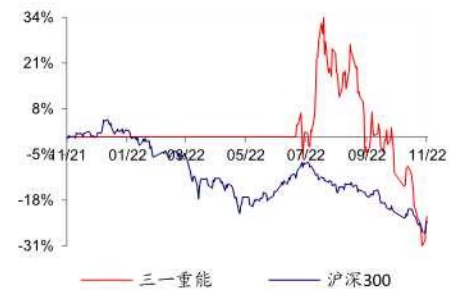
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,311	10,175	13,280	17,184	23,716
增长率 (%)	528.6	9.3	30.5	29.4	38.0
EBITDA (百万元)	1,754	1,760	2,271	2,971	3,960
归母净利润 (百万元)	1,372	1,591	1,874	2,408	3,132
增长率 (%)	992.5	16.0	17.8	28.5	30.1
EPS (元/股)	1.39	1.61	1.58	2.03	2.63
市盈率 (x)	-	-	19.73	15.36	11.81
ROE (%)	65.3	41.4	16.7	17.7	18.7
EV/EBITDA (x)	0.43	0.07	13.34	10.10	6.47

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	31.70 元
合理价值	40.50 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-03

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

分析师:

曹瑞元



SAC 执证号: S0260521090002



021-38003752



caoruiyuan@gf.com.cn

请注意, 陈子坤、曹瑞元并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

三一重能 (688349.SH): 半年 2022-09-06

报稍逊预期, 股权激励彰显信心

心

C 三一 (688349.SH): 厉兵秣马 2022-06-23

马十四载, 奋楫请务必阅读末页的免责声明

一、盈利预测

公司盈利预测假设如下：

(1) 风力发电机组：风机机组收入方面，短期公司在手订单充足，交付情况较好，长期公司积极进行研发产能布局，十四五规划促整体风电行业需求上涨，根据公司的出货目标，预计2022年-2024年风机的营业收入分别达到118/153/213亿元，预计2022年-2024年风机毛利率达到25.53%/24.77%/23.92%。

(2) 发电收入：我们预计2022年-2024年公司发电业务收入分别达到6.8/9.5/12.4亿元，目前电价较为稳定，预计2022年-2024年发电业务毛利率为75%。

(3) 风电建设业务：按照公司目前风电场销售及运营规划，预计2022年-2024年风电建设的营业收入分别达到6.7/8.1/9.7亿元，2022年-2024年风电建设毛利率达到20.0%/19.5%/19.0%。

表1：公司2020-2024年盈利拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
风力发电机组					
收入	8722.99	8861.36	11779.70	15262.94	21331.53
增长率	893.86%	1.59%	32.93%	29.57%	39.76%
成本	6204.59	6541.59	8772.44	11481.82	16228.32
毛利	2518.40	2319.77	3007.26	3781.12	5103.21
毛利率(%)	28.87%	26.18%	25.53%	24.77%	23.92%
发电收入					
收入	284.07	617.07	678.78	950.29	1235.37
增长率	26.13%	117.22%	10.00%	40.00%	30.00%
成本	76.84	156.42	169.69	237.57	308.84
毛利	207.23	460.65	509.08	712.72	926.53
毛利率(%)	72.95%	74.65%	75.00%	75.00%	75.00%
风电建设业务					
收入	186.51	559.44	671.33	805.59	966.71
增长率	-24.35%	199.95%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	139.05	447.42	537.06	648.50	783.04
毛利	47.46	112.02	134.27	157.09	183.68
毛利率(%)	25.45%	20.02%	20.00%	19.50%	19.00%
其他收入					
收入	117.07	136.83	150.51	165.56	182.12
增长率	-11.18%	16.88%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	110.76	123.70	135.46	149.01	163.91
毛利	6.31	13.13	15.05	16.56	18.21
毛利率(%)	5.39%	9.60%	10.00%	10.00%	10.00%
合计					
收入	9310.64	10174.71	13280.32	17184.38	23715.73

增长率	528.57%	9.28%	30.52%	29.40%	38.01%
成本	6531.24	7269.14	9614.66	12516.91	17484.11
毛利	2779.40	2905.57	3665.66	4667.48	6231.62
毛利率	29.85%	28.56%	27.60%	27.16%	26.28%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综上, 预计三一重能2022-2024年收入分别为132.80/171.84/237.16亿元, 同比增长30.5%/29.4%/38.0%; 归母净利润 18.7/24.1/31.3 亿元, 同比增长17.8%/28.5%/30.1%, 对应EPS分别为1.58/2.03/2.63元/股, 综合考虑公司行业地位、竞争优势、盈利能力、业绩成长性等因素, 我们给予公司23年20倍的PE估值, 对应合理价值40.50元/股, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值 (截至2022年11月1日)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
三一重能	688349.SH	风电	369.93	1,591	1,874	2,408	-	19.53	15.20
金风科技	002202.SZ	风电	422.31	3,457	3,071	3,473	20.13	14.91	13.19
明阳智能	601615.SH	风电	579.84	3,101	4,080	4,732	16.86	17.28	16.74
运达股份	300772.SZ	风电	100.64	490	654	796	30.44	15.38	12.64

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 三一重能、金风科技盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

二、风险提示

原材料价格大幅波动, 风电装机不及预期, 新产品推进不及预期, 竞争加剧等风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,362	10,281	19,368	23,696	32,336	经营活动现金流	1,369	647	4,134	3,157	7,262
货币资金	1,833	3,980	11,977	13,374	18,900	净利润	1,370	1,591	1,873	2,407	3,131
应收及预付	852	2,440	1,159	3,763	2,885	折旧摊销	203	301	538	697	843
存货	2,009	1,528	2,848	2,981	5,101	营运资金变动	-115	-857	2,138	431	3,643
其他流动资产	2,668	2,333	3,384	3,579	5,450	其它	-89	-388	-415	-378	-356
非流动资产	6,804	7,481	10,188	12,774	15,201	投资活动现金流	-1,448	159	-2,643	-2,667	-2,627
长期股权投资	115	191	260	331	401	资本支出	-2,382	-1,817	-3,243	-3,283	-3,270
固定资产	3,143	4,009	6,028	8,112	10,161	投资变动	796	622	-64	-71	-69
在建工程	1,681	1,107	1,553	1,777	1,888	其他	138	1,353	664	687	711
无形资产	299	284	474	695	905	筹资活动现金流	1,553	1,393	6,506	906	892
其他长期资产	1,566	1,890	1,874	1,860	1,845	银行借款	1,855	2,693	1,191	1,114	1,140
资产总计	14,166	17,762	29,556	36,470	47,538	股权融资	71	0	5,483	0	0
流动负债	11,067	12,463	16,902	21,408	29,345	其他	-373	-1,300	-168	-208	-247
短期借款	1,699	2,659	3,850	4,964	6,103	现金净增加额	1,470	2,199	7,997	1,396	5,527
应付及预收	5,096	5,165	7,409	9,363	13,815	期初现金余额	218	1,688	3,886	11,884	13,280
其他流动负债	4,273	4,640	5,643	7,081	9,426	期末现金余额	1,688	3,886	11,884	13,280	18,807
非流动负债	930	1,459	1,459	1,459	1,459						
长期借款	856	1,342	1,342	1,342	1,342						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	73	117	117	117	117						
负债合计	11,997	13,922	18,360	22,867	30,804						
股本	989	989	1,189	1,189	1,189						
资本公积	660	801	6,083	6,083	6,083						
留存收益	444	2,035	3,909	6,316	9,448						
归属母公司股东权益	2,100	3,840	11,197	13,605	16,736						
少数股东权益	70	0	-1	-1	-2						
负债和股东权益	14,166	17,762	29,556	36,470	47,538						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,311	10,175	13,280	17,184	23,716
营业成本	6,531	7,269	9,615	12,517	17,484
营业税金及附加	67	69	93	120	166
销售费用	557	660	863	1,083	1,423
管理费用	343	349	531	653	854
研发费用	462	542	730	911	1,186
财务费用	60	50	143	63	82
资产减值损失	-90	-114	-62	-72	-68
公允价值变动收益	67	39	0	0	0
投资净收益	78	521	664	687	711
营业利润	1,546	1,853	2,153	2,767	3,599
营业外收支	-68	-15	0	0	0
利润总额	1,479	1,838	2,153	2,767	3,599
所得税	109	247	280	360	468
净利润	1,370	1,591	1,873	2,407	3,131
少数股东损益	-2	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	1,372	1,591	1,874	2,408	3,132
EBITDA	1,754	1,760	2,271	2,971	3,960
EPS (元)	1.39	1.61	1.58	2.03	2.63

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	528.6%	9.3%	30.5%	29.4%	38.0%
营业利润增长	772.9%	19.9%	16.2%	28.5%	30.1%
归母净利润增长	992.5%	16.0%	17.8%	28.5%	30.1%
获利能力					
毛利率	29.9%	28.6%	27.6%	27.2%	26.3%
净利率	14.7%	15.6%	14.1%	14.0%	13.2%
ROE	65.3%	41.4%	16.7%	17.7%	18.7%
ROIC	30.2%	15.9%	9.1%	9.9%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	84.7%	78.4%	62.1%	62.7%	64.8%
净负债比率	553.0%	362.6%	164.0%	168.1%	184.1%
流动比率	0.67	0.82	1.15	1.11	1.10
速动比率	0.29	0.55	0.84	0.84	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.57	0.45	0.47	0.50
应收账款周转率	13.85	6.68	14.10	7.19	11.13
存货周转率	4.63	6.66	4.66	5.77	4.65
每股指标 (元)					
每股收益	1.39	1.61	1.58	2.03	2.63
每股经营现金流	1	1	3	3	6
每股净资产	2.12	3.88	9.42	11.44	14.08
估值比率					
P/E	-	-	19.73	15.36	11.81
P/B	-	-	3.30	2.72	2.21
EV/EBITDA	0.43	0.07	13.34	10.10	6.47

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 高翔：研究员，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。