

Sany Heavy Energy (688349)

2022Q3 Review: Sany Heavy Energy continues to reduce the cost of wind turbine, and benefits from the transfer of power station

Buy (Maintain)

1 December 2022

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	10,175	11,556	17,358	23,737
Growth (YoY %)	9%	14%	50%	37%
Net profit (RMB mn)	1,591	1,654	2,330	3,035
Growth (YoY %)	16%	4%	41%	30%
EPS (RMB)	1.34	1.39	1.96	2.55
P/E (X)	21.13	20.32	14.43	11.07

Investment Thesis

- Event:** Sany Heavy Energy (SHE) released 2022Q3 financial report. SHE's revenue increased by 12.75% YoY to Rmb6.345bn in 2022Q1-Q3 and 35.94% YoY to Rmb2.263bn in 2022Q3. SHE's net profit decreased by 4.16% YoY to Rmb1.043bn in 2022Q1-Q3 and 0.55% YoY to Rmb0.245bn in 2022Q3. The gross margin decreased by 6.87pct YoY to 26.14% in 2022Q1-Q3 and 7.30pct YoY to 24.53% in 2022Q3. The net profit margin decreased by 2.90pct YoY to 16.44% in 2022Q1-Q3 and 4.35pct YoY to 10.85% in 2022Q3. The net investment income increased by 56.62% YoY to Rmb0.769bn in 2022Q1-Q3 and 893.33% QoQ to Rmb0.149bn in 2022Q3. The asset devaluation decreased by 52.63% YoY to Rmb45mn in 2022Q1-Q3 and increased by 39.22% YoY to -Rmb34mn. Overall speaking, the earning was below the median of analysts' earning forecasts, slightly lower than our expectation.
- SHE still has advantages in manufacturing although the wind turbines price goes down.** Wind turbine shipments increased by 58.1% YoY to 2375MW in 2022Q1-Q3 and more than 70% YoY to more than 900MW in 2022Q3. With the execution of low-priced orders of wind turbines, the gross profit margin of the industry is squeezed. However, SHE's gross profit margin reached to more than 23% in 2022Q3 due to the continuous cost reduction. SHE achieved a net investment income of Rmb150mn mainly due to the transfer of power stations.
- SHE's shipment of wind turbines is very likely to increase by more than 100% QoQ.** The cumulative installed capacity of onshore wind turbines was 19.2GW in 2022Q1-Q3 and is very likely to reach to 45GW for the whole 2022 since the installation in 2022Q4 will accelerate. We expect that SHE's shipment of wind turbines is very likely to increase by more than 100% QoQ to more than 2GW. According to our incomplete statistics, as of the end of October 22, the market bid winning of onshore wind turbines were about 55.3GW (including bid opening), of which SHE won the bid for 6.8GW (including bid opening) with ranking of 4 and market share of 12.3% (higher than the market share of 7.7% in 2021, only including onshore wind turbine). In the cycle of land wind parity, cost control is the core edge for the wind turbine manufacturers. SHE's market share is very likely to increase due to its edge on cost control.
- SHE's expense ratio decreased YoY, but increased QoQ due to the increase of R&D expenses in 2022Q3.** SHE's expense ratio decreased by 0.8pct YoY and increased by 0.85pct QoQ to 20.61% in 2022Q3. The selling/administrative/R&D/financial expense ratio increased +0.1/-0.3/+1.6/-2.2pct YoY respectively in 2022Q3. The decrease in financial expenses was mainly due to a significant increase in interest income. The increase in R&D expenses was mainly due to increased R&D investment in large megawatt wind turbines (919, 915 and S118X625 projects).
- Earnings Forecast & Rating. We maintain a Buy rating** because SHE is seizing more market share thanks to its edge on cost control in the cycle of wind power parity. We expect SHE's net profit rise by 4%/41%/30% YoY to Rmb1.654/2.330/3.035bn in 2022/2023/2024 respectively, with corresponding EPS at Rmb1.39/1.96/2.55 and P/E ratio at 20/14/11x respectively.
- Risks:** Intensified competition, less-than-expected demand.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	28.90
52-week Range (RMB)	28.03/56.57
P/B (X)	3.24
Market Cap (RMB mn)	3,782.30

Basic Data

BVPS (RMB)	8.92
Liabilities/assets (%)	58.82
Total Issued Shares (mn)	1,189.48
Shares outstanding (mn)	130.88

Related reports

《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

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Duohong Zeng* (曾朵红) and *Yao Chen* (陈瑶).

2022年第三季度点评：风机持续降本，电站转让增厚利润

买入（维持）

2022年12月1日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

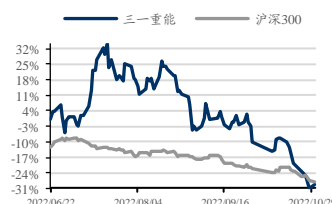
chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,175	11,556	17,358	23,737
同比（%）	9%	14%	50%	37%
归母净利润（百万元）	1,591	1,654	2,330	3,035
同比（%）	16%	4%	41%	30%
每股收益（元/股）	1.34	1.39	1.96	2.55
P/E（倍）	21.13	20.32	14.43	11.07

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%，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毛利率超23%。实现投资净收益1.5亿元，主要得益于电站转让。
- **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

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

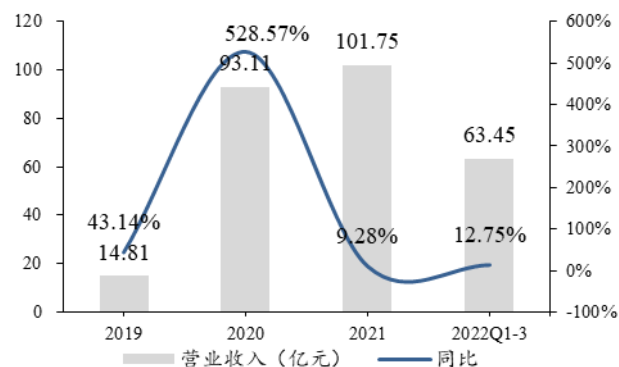
《三一重能(688349)：2022Q3预告点评：持续降本维持盈利优势，Q4出货放量在即》

2022-10-14

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢 廖朵红，陈瑶 的指导。

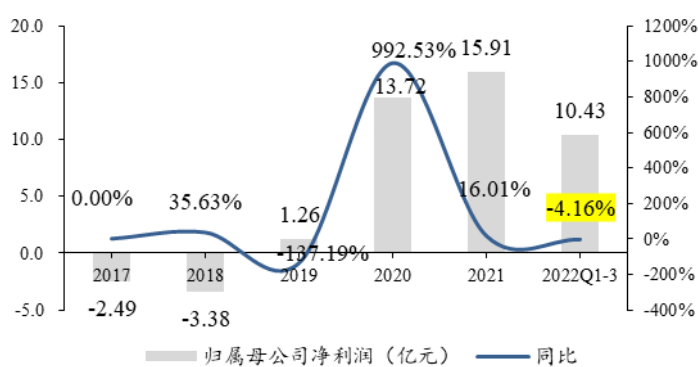
事件: 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 63.45 亿元, 同增 12.75%; 实现利润总额 12.71 亿元, 同增 0.44%; 实现归母净利润 10.43 亿元, 同降 4.16%。其中 2022Q3, 实现营业收入 22.63 亿元, 同增 35.94%, 环增 11.21%; 实现归母净利润 2.45 亿元, 同降 0.55%, 环增 22.03%。Q1-3 毛利率为 26.14%, 同降 6.87pct, Q3 毛利率 24.53%, 同降 7.30pct; Q1-3 归母净利率为 16.44%, 同降 2.90pct, Q3 归母净利率 10.85%,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

图1: 2022Q1-3 收入 63.45 亿元, 同比+12.75%



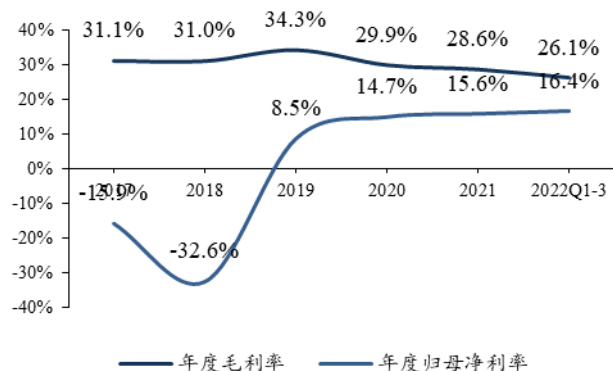
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图2: 2022Q1-3 归母净利润 10.43 亿元, 同比-4.16%



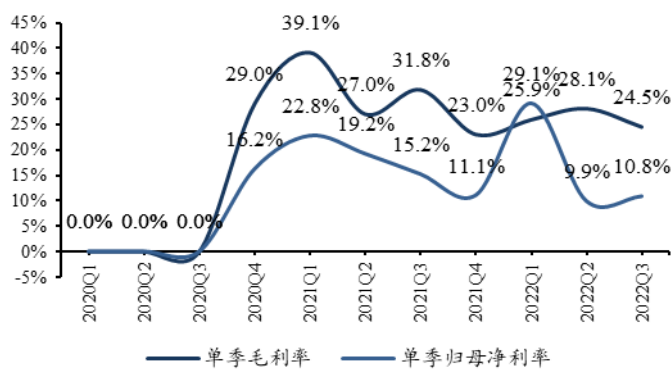
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图3: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-6.87、-2.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图4: 2022Q3 毛利率、净利率同比-7.3、-4.35pct



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

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 Q4 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, Q4 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。

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)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,281	18,172	22,586	28,872	营业收入	10,175	11,556	17,358	23,737
现金	4,057	10,513	11,444	14,230	减:营业成本	7,269	8,738	13,390	18,199
应收账款	2,834	2,892	4,380	5,647	营业税金及附加	69	75	113	154
存货	1,528	2,771	3,865	5,255	销售费用	660	677	885	1187
其他流动资产	1,862	1,996	2,897	3,740	管理费用	349	370	521	688
非流动资产	7,481	11,139	14,897	18,638	研发费用	542	607	885	1,187
长期股权投资	191	247	308	369	财务费用	50	135	64	107
固定资产	4,011	7,747	11,329	14,805	资产减值损失	135	84	18	22
在建工程	1,107	844	806	844	加:投资净收益	521	870	885	902
无形资产	284	426	592	770	其他收益	233	231	347	434
其他非流动资产	1,888	1,875	1,862	1,850	资产处置收益	0	1	3	4
资产总计	17,762	29,311	37,483	47,509	营业利润	1,853	1,972	2,716	3,533
流动负债	12,463	16,787	22,479	29,270	加:营业外净收支	-15	-3	-7	-3
短期借款	2,755	3,786	4,897	5,956	利润总额	1,838	1,969	2,709	3,530
应付账款	5,165	8,245	10,687	14,473	减:所得税费用	247	315	379	494
其他流动负债	4,543	4,756	6,895	8,841	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1,459	1,559	1,709	1,909	归属母公司净利润	1,591	1,654	2,330	3,035
长期借款	1,342	1,442	1,592	1,792	EBIT	1,458	1,286	1,882	2,728
其他非流动负债	117	117	117	117	EBITDA	1,760	1,865	2,778	3,951
负债合计	13,922	18,346	24,188	31,179					
少数股东权益	0	0	0	0	重要财务及估值指标	2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	3,840	10,965	13,295	16,330	每股收益(元)	1.34	1.39	1.96	2.55
负债和股东权益	17,762	29,311	37,483	47,509	每股净资产(元)	3.88	9.22	11.18	13.73
					发行在外股份(百万股)	1,189	1,189	1,189	1,189
					ROIC(%)	19.88	8.95	9	10.7
					ROE(%)	41.44	15.09	17.52	18.59
					毛利率(%)	28.56	24.38	22.86	23.33
					销售净利率(%)	15.64	14.32	13.42	12.79
					资产负债率(%)	78.38	62.59	64.53	65.63
					收入增长率(%)	9.28	13.57	50.21	36.75
					净利润增长率(%)	16.01	3.97	40.83	30.29
					P/E	21.13	20.32	14.43	11.07
					P/B	7.27	3.07	2.53	2.06

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

