

三一重能 (688349. SH)

市场份额稳步提升，成本优势逐步凸显

增持

核心观点

全年业绩符合预期，成本优势逐步凸显。2022 年公司实现营收 123.25 亿元 (+20.89%)，归母净利润 16.48 亿元 (+2.78%)；全年销售毛利率 23.55% (-5.01pct.)，销售净利率 13.41% (-2.23pct.)。2023 年一季度公司实现营业收入 15.64 亿元 (-23.66%)，归母净利润 4.82 亿元 (-19.15%)，投资净收益 4.11 亿元；单季度销售毛利率 29.00% (+3.07pct.)，销售净利润 30.86% (+1.53pct.)，整机板块承压情况下公司保持较强盈利能力。

大兆瓦机型快速放量，叶片外销大幅增长。2022 年公司 3.XMW 及以下机型实现营业收入 28.41 亿元 (-62.89%)，3.XMW 以上实现营业收入 71.13 亿元 (+529.10%)，机组大型化趋势明显。2022 年公司叶片销售收入 8730 万元 (2021 年仅为 375 万元)，公司坚持发电机、叶片自产战略，2022 年下半年以来长叶片供给较为紧张，公司在满足自用的前提下外销实现大幅增长。

国内市占率提升至第 5 名，在手订单超 9GW。2022 年公司新增装机量 4.52GW (+40.8%)，国内市占率从 2021 年的 5.74% 升至 9.07%，中国风电整机商排名从 2021 年的第 8 位跃升至第 5 位，市场地位进一步提升。面对风机大型化、轻量化带来装机成本下降的发展机遇，公司积极获取订单，2022 年底公司在手订单合计 9249.20MW。

在建风场超 0.8GW，“滚动开发”贡献投资收益。公司坚持实施“滚动开发”战略，大幅缩短了资金回收周期；2022 年公司对外转让项目容量合计 318MW，实现了较好的投资收益。截至 2022 年底，公司存量风力发电站 411.6MW，在建风场 823.35MW。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；电站建设进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

基于风电整机价格水平和公司电站开发节奏，我们小幅下调 23 年盈利预测，小幅上调 24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 21.50/28.52/32.36 亿元 (23-24 年原预测值为 22.21/27.31 亿元)，同比增速分别为 30.5%/32.6%/13.5%，摊薄 EPS 分别为 1.81/2.40/2.72 元，当前股价对应 PE 分别为 17.8/13.4/11.8 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,175	12,325	16,996	19,395	22,963
(+/-%)	9.3%	21.1%	37.9%	14.1%	18.4%
净利润(百万元)	1591	1648	2150	2852	3236
(+/-%)	16.0%	3.6%	30.5%	32.6%	13.5%
每股收益(元)	1.34	1.39	1.81	2.40	2.72
EBIT Margin	12.6%	7.0%	8.9%	9.9%	9.8%
净资产收益率(ROE)	41.4%	14.7%	16.5%	18.5%	17.9%
市盈率(PE)	24.1	23.3	17.8	13.4	11.8
EV/EBITDA	33.1	44.9	30.9	25.1	22.7
市净率(PB)	9.98	3.43	2.95	2.49	2.12

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

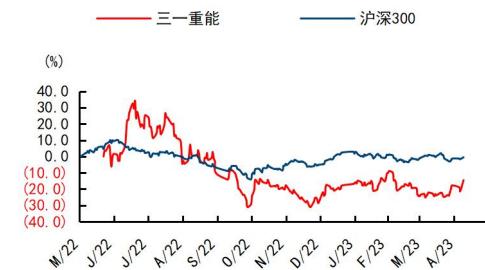
电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺 联系人：王晓声
010-88005313 010-88005231
wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	35.00 元
总市值/流通市值	41632/4850 百万元
52 周最高价/最低价	56.57/27.92 元
近 3 个月日均成交额	91.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

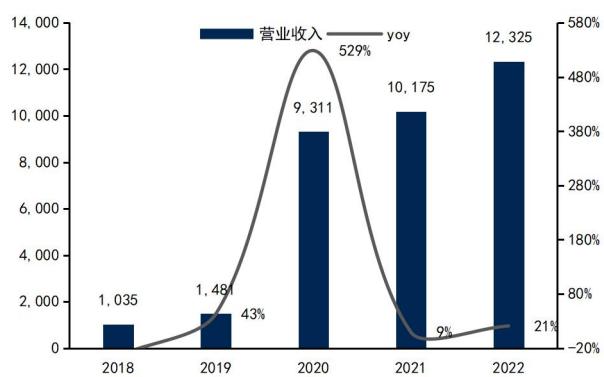
相关研究报告

《三一重能(688349.SH)-砥砺十载，焕新上阵》——2022-08-01

全年业绩符合预期，电站转让提振投资收益。2022年公司实现营业收入123.25亿元(+20.89%)，归母净利润16.48亿元(+2.78%)，扣非净利润15.97亿元(+3.60%)。全年销售毛利率23.55%(-5.01pct.)，销售净利率13.41%(-2.23pct.)。全年公允价值变动、资产减值、信用减值损失共计提2.15亿元，全年投资净收益9.36亿元，主要来自电站转让。2022年四季度公司实现营业收入59.79亿元(同比+30.92%，环比+164.21%)，归母净利润6.05亿元(同比+17.47%，环比+146.94%)，单季度销售毛利率20.81%(同比-2.24pct.，环比-3.72pct.)，销售净利率10.11%(同比-0.94pct.，环比-0.73pct.)。

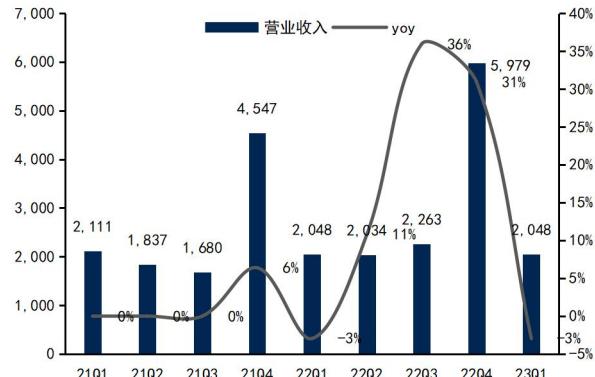
2023年一季度业绩超预期，盈利能力呈现较强韧性。2023年一季度公司实现营业收入15.64亿元(-23.66%)，归母净利润4.82亿元(-19.15%)，扣非净利润4.07亿元(-32.70%)，投资净收益4.11亿元；单季度销售毛利率29.00%(同比+3.07pct.)，销售净利润率30.86%(同比+1.53pct.)，整机板块承压情况下公司保持较强盈利能力。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



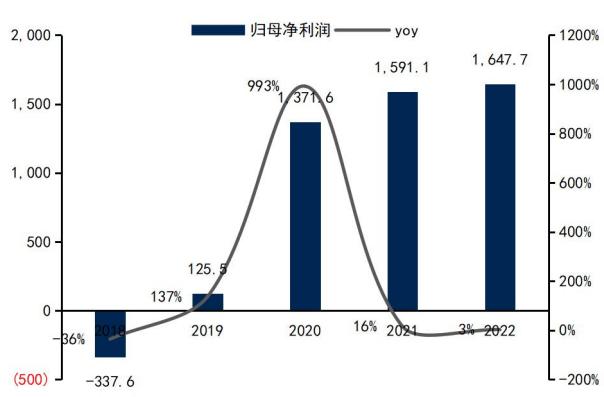
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



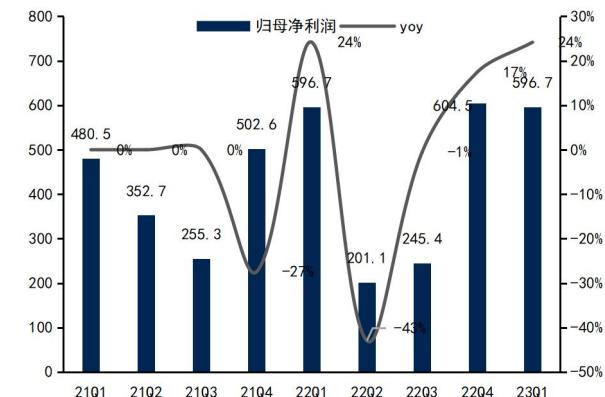
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

整机低价订单开始交付，公司成本优势逐步凸显。公司具有强大的整机研发与成本管控能力，2022年公司综合毛利率为23.6%(-5.0pct.)，毛利率整体仍保持较高水平；受益于公司优质的在手新能源电站资产和电站转让收益，公司销售净利率保持在较高水平。分季度看，由于2022年与2023年一季度公司电站转让体

量较大，销售净利率较高，其他季度销售净利率仍保持在 10%左右。分产品看，2022 年公司风机及配件业务毛利率为 23.25%，同比-2.93pct.，在整机企业中仍处于领先地位；发电业务受 2022 年来风情况较差影响毛利率有所下降；风电建设服务方面公司为开拓对外服务市场且项目建设受疫情反复影响，毛利率有所下降。

图5：公司年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



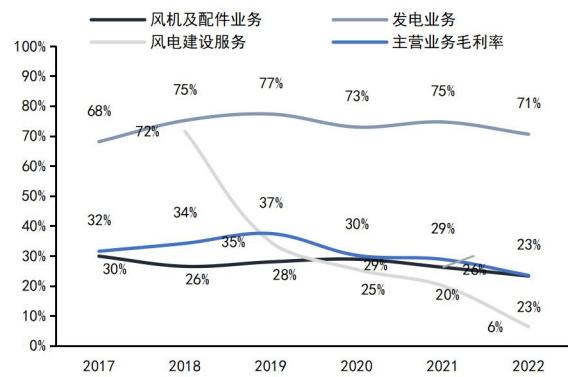
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司风机及配件营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

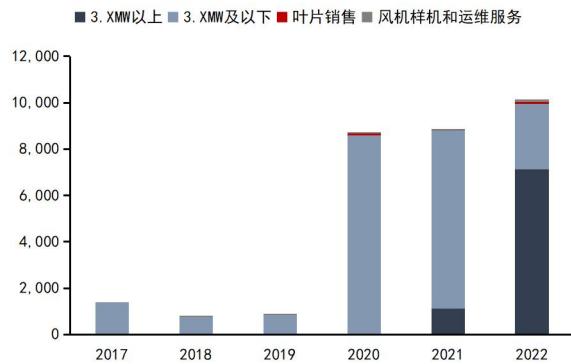
大兆瓦机型销售快速放量，叶片外销大幅增长。分机型看，2022 年公司 3.XMW 及以下机型实现营业收入 28.41 亿元（-62.89%），3.XMW 以上实现营业收入 71.13 亿元（+529.10%），机组大型化趋势明显。2022 年公司叶片销售收入 8730 万元（2021 年仅为 375 万元），公司坚持发电机、叶片自产战略，2022 年下半年以来长叶片供给较为紧张，公司在满足自用的前提下外销实现大幅增长。

国内市场占有率提升至第 5 名，在手订单超 9GW。根据 CWEA 数据，公司 2022 年新增装机量在国内市场的占有率为 2021 年的 5.74% 升至 9.07%，中国风电整机商排名从 2021 年的第 8 位跃升至第 5 位，市场地位进一步提升。面对风机大型化、轻量化带来装机成本下降的发展机遇，公司积极获取订单；2022 年底公司在手订单（含中标未签合同订单）合计 9249.20MW。

在建风场超 0.8GW，“滚动开发”贡献投资收益。公司坚持实施“滚动开发”战略，大幅缩短了资金回收周期，增强公司盈利能力。2022 年，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、临邑东方重能新能源、宁

乡古山峰新能源五个公司，项目容量合计 318MW，实现了较好的投资收益。截至 2022 年底，公司存量风力发电站 411.6MW，在建风场 823.35MW。2023 年一季度公司转让太行山新能源 100MW 风电场 100% 股权。

图9：公司风机及配件营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

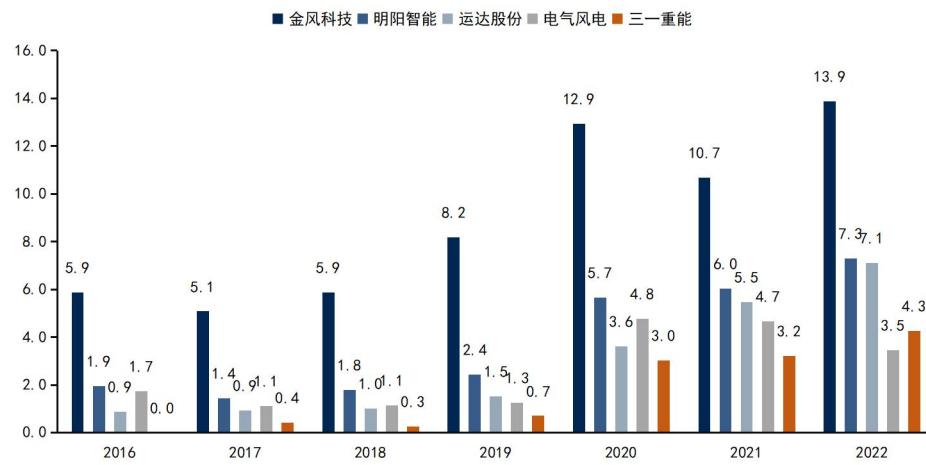
图10：公司年度新增风电装机（单位：MW）



资料来源：CWEA，国信证券经济研究所整理

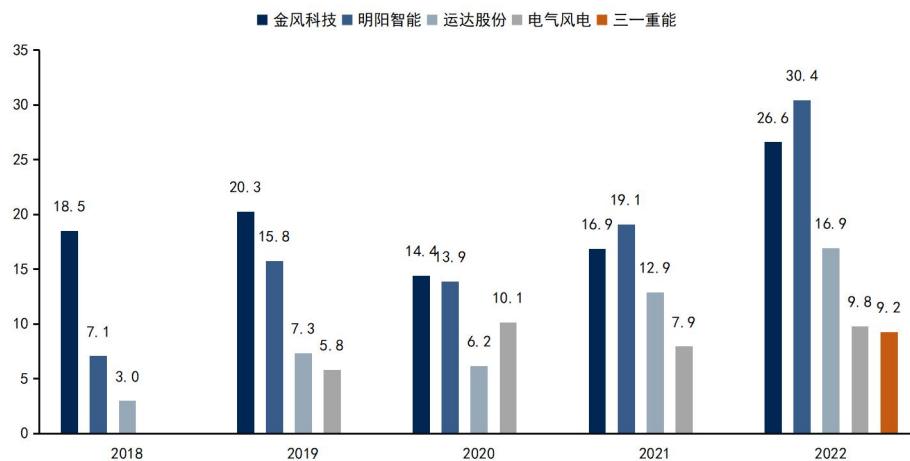
EPC 资质不断完善，对外项目取得突破。2022 年，公司资质再上新台阶：工程总承包资质由三级升为二级，送、变电资质由丙级升为乙级，并取得首个勘察类资质——工程勘察乙级资质，获得新能源设计乙级资质，获得资信乙级资质。2022 年公司对外 EPC 项目取得突破，签署了 550MW 外部风电 EPC 项目。

图11：风电整机上市公司历年销量（单位：GW）



资料来源：各公司公告、CWEA，国信证券经济研究所整理 注：三一重能装机数据来自 CWEA

2022 年头部整机企业均实现销量增长，在手订单支撑 23-24 年交付高峰。根据各公司公告和 CWEA 数据，金风科技、明阳智能、运达股份、三一重能 2022 年风机销量均实现正增长，电气风电受海上风电装机下滑影响销量有所下降。截至 2022 年底，金风科技、明阳智能、运达股份在手订单均创新高，我们预计 2023-2024 年我国风电将迎来交付高峰。

图12: 风电整机上市公司在手订单 (单位: GW)


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。

公司是陆上风电整机头部企业, 市场份额与在手订单快速提升, 三一基因赋能之下公司成本优势突出, 2023 年公司有望形成海上风电订单突破。公司电站业务坚持“滚动开发”模式, 带动设备销售的同时贡献可观的投资收益。基于风电整机价格水平和公司电站开发节奏, 我们小幅下调 23 年盈利预测, 小幅上调 24 年盈利预测, 预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 21.50/28.52/32.36 亿元 (23-24 年原预测值为 22.21/27.31 亿元), 同比增速分别为 30.5/32.6/13.5%, 摊薄 EPS 分别为 1.81/2.40/2.72 元, 当前股价对应 PE 分别为 17.8/13.4/11.8 倍, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表 (2023 年 5 月 8 日)

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资 评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
002202	金风科技	11.11	469	0.82	0.56	0.80	0.98	20.1	19.5	14.0	11.3	-
601615	明阳智能	18.18	413	1.59	1.52	2.09	2.69	16.5	16.6	8.7	6.8	-
300772	运达股份	13.21	93	1.45	0.88	1.09	1.31	30.4	16.9	12.1	10.1	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理与预测 注: 均采用 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3980	9098	8072	10963	14573	营业收入	10175	12325	16996	19395	22963
应收款项	2255	2564	1397	1594	1887	营业成本	7269	9422	12947	14608	17328
存货净额	1528	1636	4656	5314	6291	营业税金及附加	69	97	119	136	161
其他流动资产	1094	1468	2071	2337	2772	销售费用	660	764	884	989	1148
流动资产合计	10281	17990	19511	23789	29391	管理费用	349	410	569	646	760
固定资产	5115	5194	7508	7326	7104	研发费用	542	768	986	1125	1332
无形资产及其他	284	375	550	725	900	财务费用	50	(68)	(12)	51	16
投资性房地产	1890	2561	3229	3297	3444	投资收益	521	936	873	1383	1420
长期股权投资	191	295	315	335	355	资产减值及公允价值变动	(135)	(141)	(70)	(70)	(70)
资产总计	17762	26415	31114	35472	41195	其他收入	368	304	358	380	417
短期借款及交易性金融负债	2755	3131	1500	1500	1500	营业利润	1853	1891	2594	3464	3915
应付款项	4754	6548	5539	6225	7400	营业外净收支	(15)	(5)	0	0	0
其他流动负债	1998	2401	3938	4427	5254	利润总额	1838	1886	2594	3464	3915
流动负债合计	12463	14439	15226	17001	19894	所得税费用	247	233	447	616	683
长期借款及应付债券	1342	614	2694	2854	3014	少数股东损益	0	5	(3)	(3)	(4)
其他长期负债	117	180	194	198	206	归属于母公司净利润	1591	1648	2150	2852	3236
长期负债合计	1459	794	2888	3052	3220	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	13922	15233	18113	20053	23114	净利润	1591	1648	2150	2852	3236
少数股东权益	0	0	(3)	(6)	(10)	资产减值准备	92	25	30	30	30
股东权益	3840	11183	13003	15425	18091	折旧摊销	292	329	311	407	447
负债和股东权益总计	17762	26415	31114	35472	41195	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	50	(68)	(12)	51	16
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(379)	99	(130)	389	901
每股收益	1.34	1.39	1.81	2.40	2.72	其它	(951)	(1343)	(903)	(1361)	(1431)
每股红利	0.00	0.28	0.36	0.48	0.54	经营活动现金流	647	759	1458	2317	3183
每股净资产	3.23	9.40	10.93	12.96	15.20	资本开支	(1900)	(2618)	(2800)	(400)	(400)
ROIC	33%	16%	22%	35%	46%	其它投资现金流	2059	(953)	184	1295	1252
ROE	41%	15%	17%	18%	18%	投资活动现金流	159	(3572)	(2616)	895	852
毛利率	29%	24%	24%	25%	25%	权益性融资	149	5658	0	0	0
EBIT Margin	13%	7%	9%	10%	10%	负债净变化	1294	1835	449	160	160
EBITDA Margin	16%	10%	11%	12%	12%	支付股利、利息	0	0	(330)	(430)	(570)
收入增长	9%	21%	38%	14%	18%	其它融资现金流	(50)	68	12	(51)	(16)
净利润增长率	16%	4%	30%	33%	13%	融资活动现金流	1393	7561	132	(321)	(426)
资产负债率	78%	58%	58%	57%	56%	现金净变动	2199	4748	(1026)	2891	3610
股息率	0.0%	0.9%	1.1%	1.5%	1.7%	货币资金的期初余额	1833	3980	9098	8072	10963
P/E	24.09	23.27	17.83	13.44	11.85	货币资金的期末余额	3980	9098	8072	10963	14573
P/B	9.98	3.43	2.95	2.49	2.12	企业自由现金流	(874)	(1433)	(1364)	1972	2813
EV/EBITDA	33.13	44.92	30.89	25.12	22.71	权益自由现金流	376	461	(904)	2090	2960

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032