

三一重能（688349.SH）

订单规模创历史新高，盈利能力保持领先

增持

核心观点

净利润同比小幅增长，营业收入有所下降。上半年公司实现营收 39.15 亿元（同比-4.11%），归母净利润 8.17 亿元（同比+2.38%），扣非净利润 6.84 亿元（同比-7.32%），销售毛利率 24.03%（同比-3.00pct.），扣非销售净利率 17.46%（同比-0.61pct.）。

二季度业绩环比有所下降，收入实现较快增长。二季度公司实现营收 23.51 亿元（同比+15.57%，环比+50.36%），归母净利润 3.34 亿元（同比+66.28%，环比-30.70%），扣非净利润 2.77 亿元（同比+106.97%，环比-31.85%），销售毛利率 20.72%（同比-7.41pct.，环比-8.28pct.），销售净利率 14.22%（同比+4.27pct.，环比-16.64pct.）。

风机毛利率维持较高水平，二季度交付显著好转。上半年公司实现风机及配件收入 29.25 亿元，毛利率 22.72%；发电收入 2.61 亿元，风电建设服务收入 6.74 亿元。上半年公司风机销售容量约 1.5GW，其中一季度约 0.5GW，二季度约 1.0GW，风机交付情况环比大幅改善。

订单规模创历史新高，在建风场容量超 700MW。上半年公司新增订单 8.35GW，报告期末在手订单 16.31GW，均创历史新高。上半年公司转让 3 个风电场，合计容量 250MW，报告期末公司存量风场容量 411.6MW，在建容量 707.1MW。

风险提示：风电下游需求不及预期；上游原材料价格上涨；行业竞争加剧造成盈利能力下降。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑行业交付节奏、公司产品价格和毛利率情况，下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 18.37/22.94/27.23 亿元（原预测值为 21.50/28.52/32.36 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/16/14 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	15,283	23,807	30,283
(+/-%)	9.3%	21.1%	24.0%	55.8%	27.2%
净利润(百万元)	1591	1648	1837	2294	2723
(+/-%)	16.0%	3.6%	11.5%	24.9%	18.7%
每股收益(元)	1.32	1.37	1.52	1.90	2.26
EBIT Margin	12.6%	7.0%	5.6%	7.0%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	41.4%	14.7%	14.5%	15.7%	16.1%
市盈率 (PE)	23.4	22.6	20.3	16.3	13.7
EV/EBITDA	32.5	44.1	46.6	29.5	25.1
市净率 (PB)	9.72	3.34	2.94	2.55	2.21

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

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

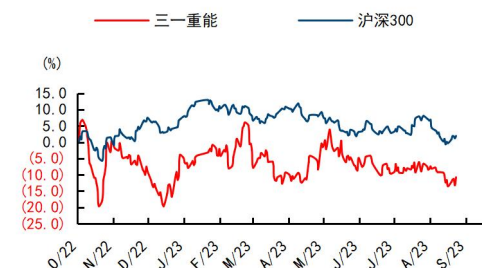
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	30.95 元
总市值/流通市值	37311/5711 百万元
52 周最高价/最低价	44.24/27.92 元
近 3 个月日均成交额	50.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

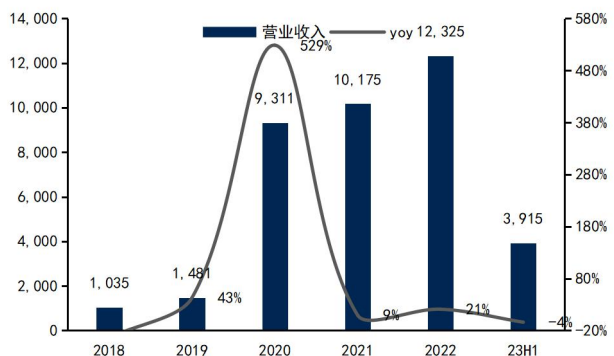
相关研究报告

《三一重能（688349.SH）-市场份额稳步提升，成本优势逐步凸显》——2023-05-08

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

净利润同比小幅增长，营业收入有所下降。上半年公司实现营收 39.15 亿元（同比-4.11%），归母净利润 8.17 亿元（同比+2.38%），扣非净利润 6.84 亿元（同比-7.32%），销售毛利率 24.03%（同比-3.00pct.），扣非销售净利率 17.46%（同比-0.61pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



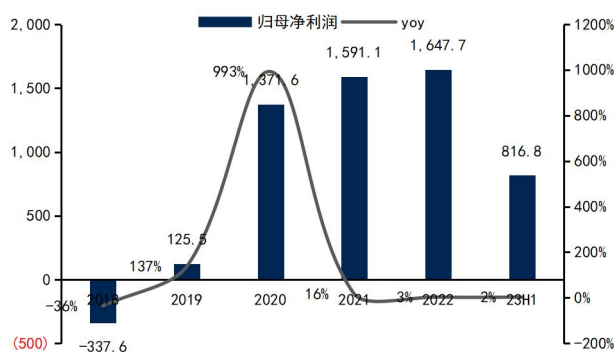
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

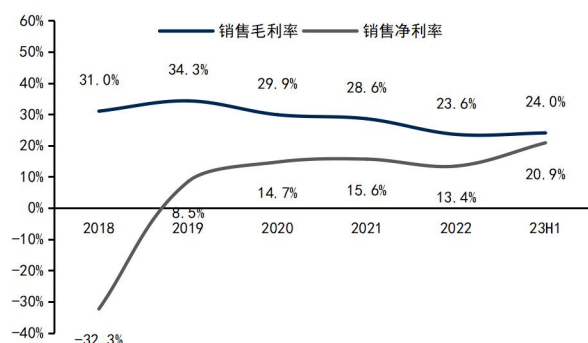


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

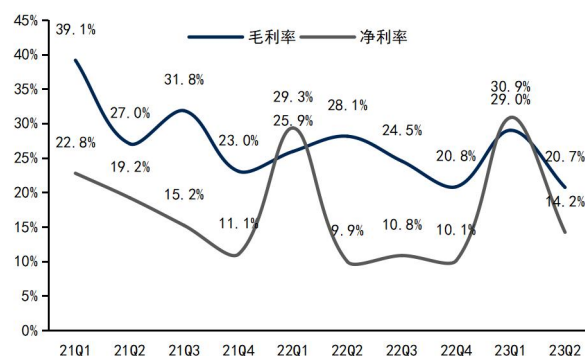
二季度业绩环比有所下降，收入实现较快增长。二季度公司实现营收 23.51 亿元（同比+15.57%，环比+50.36%），归母净利润 3.34 亿元（同比+66.28%，环比-30.70%），扣非净利润 2.77 亿元（同比+106.97%，环比-31.85%），销售毛利率 20.72%（同比-7.41pct.，环比-8.28pct.），销售净利率 14.22%（同比+4.27pct.，环比-16.64pct.）。

风机毛利率维持较高水平，二季度交付显著好转。上半年公司实现风机及配件收入 29.25 亿元，毛利率 22.72%；发电收入 2.61 亿元，风电建设服务收入 6.74 亿元。上半年公司风机销售容量约 1.5GW，其中一季度约 0.5GW，二季度约 1.0GW，风机交付情况环比大幅改善。

订单规模创历史新高，在建风场容量超 700MW。上半年公司新增订单 8.35GW，报告期末在手订单 16.31GW，均创历史新高。上半年公司转让 3 个风电场，合计容量 250MW，报告期末公司存量风场容量 411.6MW，在建容量 707.1MW。

图5：公司年度毛利率、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：公司单季毛利率、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

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑行业交付节奏、公司产品价格和毛利率情况，下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 18.37/22.94/27.23 亿元（原预测值为 21.50/28.52/32.36 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/16/14 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
688349.SH	三一重能	30.95	373	1.37	1.52	1.90	22.6	20.3	16.3	14.7	增持
002202.SZ	金风科技	9.44	355	0.56	0.70	0.90	16.9	13.5	10.5	6.3	-
601615.SH	明阳智能	15.37	349	1.52	1.94	2.46	10.1	7.9	6.2	12.3	-
300772.SZ	运达股份	11.52	81	0.88	1.06	1.30	13.1	10.9	8.9	12.7	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：金风科技、明阳智能、运达股份为 Wind 一致预测

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	7638	10309	13976	营业收入	10175	12325	15283	23807	30283
应收款项	2255	2564	1256	1957	2489	营业成本	7269	9422	12144	18620	23643
存货净额	1528	1636	4187	6523	8297	营业税金及附加	69	97	107	167	212
其他流动资产	1094	1468	1943	2979	3783	销售费用	660	764	795	1214	1514
流动资产合计	10281	17990	18200	26020	33409	管理费用	349	410	514	787	994
固定资产	5115	5194	8891	8952	8550	研发费用	542	768	886	1381	1756
无形资产及其他	284	375	550	725	900	财务费用	50	(68)	(3)	99	68
投资性房地产	1890	2561	2904	4047	4543	投资收益	521	936	1253	983	860
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	30860	40080	47758	其他收入	368	304	309	388	444
短期借款及交易性金融负债	2755	3131	1500	1500	1500	营业利润	1853	1891	2262	2770	3260
应付款项	4754	6548	5180	7959	10133	营业外净收支	(15)	(5)	0	0	0
其他流动负债	1998	2401	3668	5637	7168	利润总额	1838	1886	2262	2770	3260
流动负债合计	12463	14439	14168	21048	26371	所得税费用	247	233	427	480	540
长期借款及应付债券	1342	614	3814	4214	4294	少数股东损益	0	5	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	117	180	190	207	220	归属于母公司净利润	1591	1648	1837	2294	2723
长期负债合计	1459	794	4004	4421	4514	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	13922	15233	18172	25469	30886	净利润	1591	1648	1837	2294	2723
少数股东权益	0	0	(2)	(5)	(8)	资产减值准备	92	25	30	30	30
股东权益	3840	11183	12690	14616	16880	折旧摊销	292	329	328	463	527
负债和股东权益总计	17762	26415	30860	40080	47758	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	50	(68)	(3)	99	68
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(379)	99	(310)	1730	1601
每股收益	1.32	1.37	1.52	1.90	2.26	其它	(951)	(1343)	(1277)	(899)	(812)
每股红利	0.00	0.27	0.30	0.38	0.45	经营活动现金流	647	759	608	3617	4069
每股净资产	3.19	9.28	10.52	12.12	14.00	资本开支	(1900)	(2618)	(4200)	(700)	(300)
ROIC	33%	16%	14%	31%	51%	其它投资现金流	2059	(953)	890	(180)	344
ROE	41%	15%	14%	16%	16%	投资活动现金流	159	(3572)	(3310)	(880)	44
毛利率	29%	24%	21%	22%	22%	权益性融资	149	5658	0	0	0
EBIT Margin	13%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	1294	1835	1569	400	80
EBITDA Margin	16%	10%	8%	9%	9%	支付股利、利息	0	0	(330)	(367)	(459)
收入增长	9%	21%	24%	56%	27%	其它融资现金流	(50)	68	3	(99)	(68)
净利润增长率	16%	4%	11%	25%	19%	融资活动现金流	1393	7561	1243	(67)	(447)
资产负债率	78%	58%	59%	64%	65%	现金净变动	2199	4748	(1459)	2670	3667
股息率	0.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	1833	3980	9098	7638	10309
P/E	23.45	22.64	20.31	16.27	13.70	货币资金的期末余额	3980	9098	7638	10309	13976
P/B	9.72	3.34	2.94	2.55	2.21	企业自由现金流	(874)	(1433)	(3482)	2869	3655
EV/EBITDA	32.48	44.06	46.62	29.52	25.11	权益自由现金流	376	461	(1910)	3187	3678

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所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