

## 三一重能（688349.SH）

增持

出货量环比持续提升，电站转让节奏影响三季度业绩

## 核心观点

**前三季度业绩呈现较强韧性，盈利能力有所承压。**公司前三季度实现营收 74.90 亿元（同比+18.04%），归母净利润 10.31 亿元（同比-1.21%），扣非净利润 7.52 亿元（同比-22.84%），销售毛利率 19.67%（同比-6.47pct.），扣非销售净利率 10.03%（同比-5.32pct.）。

**发电与风机业务短期承压，三季度业绩同比显著下降。**三季度公司实现营收 35.75 亿元（同比+58.03%，环比+52.07%），归母净利润 2.14 亿元（同比-12.89%，环比-36.07%），扣非净利润 0.68 亿元（同比-71.20%，环比-75.44%），销售毛利率 14.90%（同比-9.63pct.，环比-5.82pct.），销售净利率 5.98%（同比-4.86pct.，环比-8.24pct.）。三季度公司非经常性损益主要来自政府补助。发电业务方面，三季度是来风传统淡季，今年情况尤为突出；风机业务方面，受低价单交付影响，毛利率下行压力较大。

**三季度出货量环比翻倍，电站转让节奏短期影响业绩。**三季度以来，陆上风电下游建设明显提速，我们估计公司前三季度风机销量分别约为 0.5/1.0/2.0GW，三季度出货量环比翻倍。电站开发方面，公司坚持“滚动开发”策略，我们估计前三季度转让容量分别约为 100/150/0MW，三季度无转让短期影响业绩。截至 2023 年 6 月底，公司存量风电场容量 412MW，在建风场容量高达 707MW。

**大型化继续引领行业，出海布局稳步推进。**近日，公司在北京国际风能大会上重磅发布了全球最大陆上风电机组——三一重能 15MW 风电机组和 13/16MW 海上风电机组。公司 15MW 风电机组延用与 919 平台机组一致的国内首创双箱变上置机舱技术，在减少发电损耗的同时，节约安装成本。近期，中电国际与三一重能、萨姆鲁克-卡纳泽基金签署哈萨克斯坦 1GW 风电+储能项目三方合作协议。22 年公司实现海外订单突破，今年已陆续交付，未来出海表现可期。

**风险提示：**国内风电建设进度不及预期；公司海外市场开拓不及预期；上游原材料价格大幅上涨。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“增持”评级。

预计 2023-2025 年实现归母净利润 18.37/22.94/27.23 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20/16/13 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)	22.5	21.8	19.5	15.6	13.2
EV/EBITDA	31.6	42.9	45.4	28.8	24.6
市净率 (PB)	9.34	3.21	2.83	2.46	2.13

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

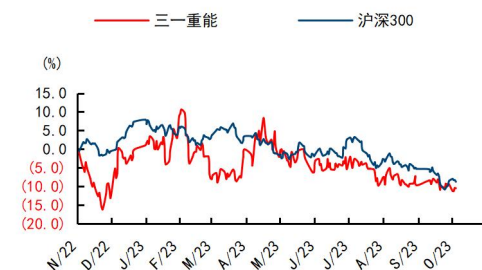
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

## 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	29.76 元
总市值/流通市值	35876/5491 百万元
52 周最高价/最低价	37.99/27.92 元
近 3 个月日均成交额	40.47 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

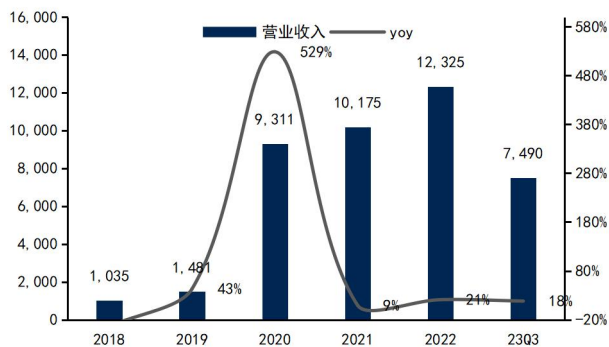
《三一重能（688349.SH）-订单规模创历史新高，盈利能力保持领先》——2023-09-03

《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

前三季度业绩呈现较强韧性，盈利能力有所承压。公司前三季度实现营收 74.90 亿元（同比+18.04%），归母净利润 10.31 亿元（同比-1.21%），扣非净利润 7.52 亿元（同比-22.84%），销售毛利率 19.67%（同比-6.47pct.），扣非销售净利率 10.03%（同比-5.32pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



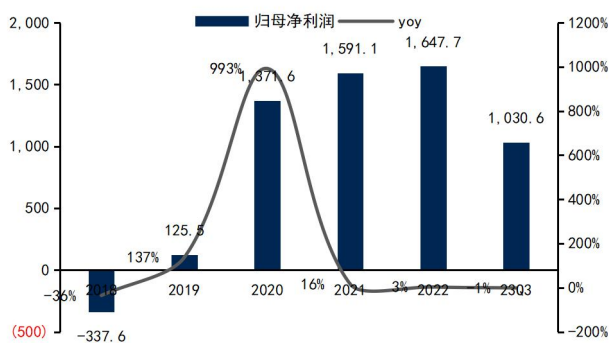
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



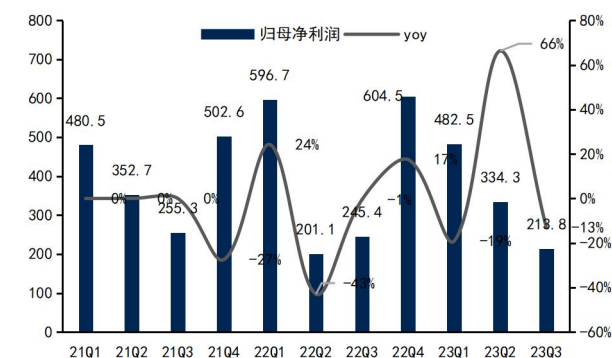
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



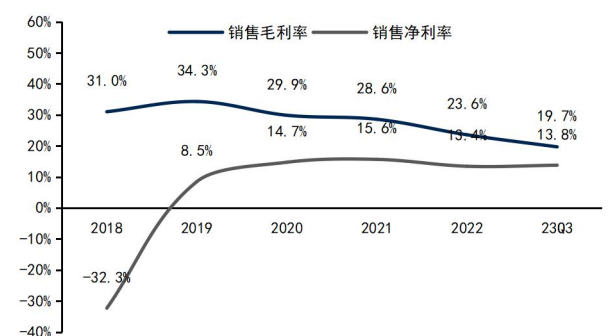
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



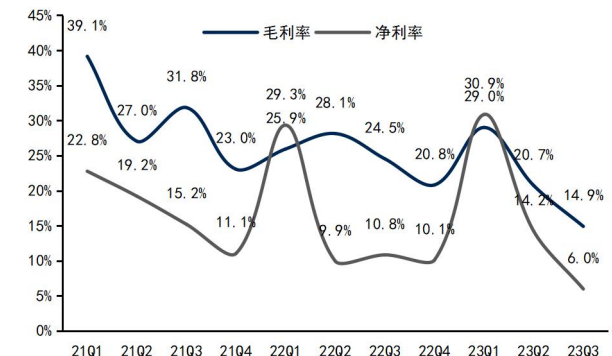
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

发电与风机业务短期承压，三季度业绩同环比显著下降。三季度公司实现营收 35.75 亿元（同比+58.03%，环比+52.07%），归母净利润 2.14 亿元（同比-12.89%，

环比-36.07%)，扣非净利润 0.68 亿元（同比-71.20%，环比-75.44%），销售毛利率 14.90%（同比-9.63pct.，环比-5.82pct.），销售净利率 5.98%（同比-4.86pct.，环比-8.24pct.）。三季度公司非经常性损益主要来自政府补助。发电业务方面，三季度是来风传统淡季，今年情况尤为突出；风机业务方面，受低价单交付影响，毛利率下行压力较大。

**三季度出货量环比翻倍，电站转让节奏短期影响业绩。**三季度以来，陆上风电下游建设明显提速，我们估计公司前三季度风机销量分别约为 0.5/1.0/2.0GW，三季度出货量环比翻倍。电站开发方面，公司坚持“滚动开发”策略，我们估计前三季度转让容量分别约为 100/150/0MW，三季度无转让短期影响业绩。截至 2023 年 6 月底，公司存量风电场容量 412MW，在建风场容量高达 707MW。

**大型化继续引领行业，出海布局稳步推进。**近日，公司在北京国际风能大会上重磅发布了全球最大陆上风电机组——三一重能 15MW 风电机组和 13/16MW 海上风电机组。公司 15MW 风电机组延用与 919 平台机组一致的国内首创双箱变上置机舱技术，在减少发电损耗的同时，节约安装成本。近期，中电国际与三一重能、萨姆鲁克-卡纳泽基金签署哈萨克斯坦 1GW 风电+储能项目三方合作协议。22 年公司实现海外订单突破，今年已陆续交付，未来出海表现可期。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“增持”评级。预计 2023-2025 年实现归母净利润 18.37/22.94/27.23 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20/16/13 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	29.76	359	1.37	1.52	1.90	21.8	19.5	15.6	14.7	增持
002202.SZ	金风科技	8.79	331	0.56	0.61	0.81	15.7	14.4	10.9	6.3	-
601615.SH	明阳智能	13.72	312	1.52	1.84	2.31	9.0	7.5	5.9	12.3	-
300772.SZ	运达股份	10.51	74	0.88	0.92	1.16	11.9	11.4	9.1	12.7	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 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
<b>流动资产合计</b>	<b>10281</b>	<b>17990</b>	<b>18200</b>	<b>26020</b>	<b>33409</b>	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)
<b>资产总计</b>	<b>17762</b>	<b>26415</b>	<b>30860</b>	<b>40080</b>	<b>47758</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>1838</b>	<b>1886</b>	<b>2262</b>	<b>2770</b>	<b>3260</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12463</b>	<b>14439</b>	<b>14168</b>	<b>21048</b>	<b>26371</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1591</b>	<b>1648</b>	<b>1837</b>	<b>2294</b>	<b>2723</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1459</b>	<b>794</b>	<b>4004</b>	<b>4421</b>	<b>4514</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13922</b>	<b>15233</b>	<b>18172</b>	<b>25469</b>	<b>30886</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17762</b>	<b>26415</b>	<b>30860</b>	<b>40080</b>	<b>47758</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	50	(68)	(3)	99	68
每股收益	1.32	1.37	1.52	1.90	2.26	营运资本变动	(379)	99	(310)	1730	1601
每股红利	0.00	0.27	0.30	0.38	0.45	其它	(951)	(1343)	(1277)	(899)	(812)
每股净资产	3.19	9.28	10.52	12.12	14.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>647</b>	<b>759</b>	<b>608</b>	<b>3617</b>	<b>4069</b>
ROIC	33%	16%	14%	31%	51%	资本开支	(1900)	(2618)	(4200)	(700)	(300)
ROE	41%	15%	14%	16%	16%	其它投资现金流	2059	(953)	890	(180)	344
毛利率	29%	24%	21%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>159</b>	<b>(3572)</b>	<b>(3310)</b>	<b>(880)</b>	<b>44</b>
EBIT Margin	13%	7%	6%	7%	7%	权益性融资	149	5658	0	0	0
EBITDA Margin	16%	10%	8%	9%	9%	负债净变化	1294	1835	1569	400	80
收入增长	9%	21%	24%	56%	27%	支付股利、利息	0	0	(330)	(367)	(459)
净利润增长率	16%	4%	11%	25%	19%	其它融资现金流	(50)	68	3	(99)	(68)
资产负债率	78%	58%	59%	64%	65%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1393</b>	<b>7561</b>	<b>1243</b>	<b>(67)</b>	<b>(447)</b>
股息率	0.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	<b>现金净变动</b>	<b>2199</b>	<b>4748</b>	<b>(1459)</b>	<b>2670</b>	<b>3667</b>
P/E	22.55	21.77	19.53	15.64	13.18	货币资金的期初余额	1833	3980	9098	7638	10309
P/B	9.34	3.21	2.83	2.46	2.13	货币资金的期末余额	3980	9098	7638	10309	13976
EV/EBITDA	31.57	42.86	45.41	28.84	24.58	企业自由现金流	(874)	(1433)	(3482)	2869	3655
						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