

三一重能 (688349)

2023 年年报及 2024 年一季报点评: 国内陆风份额稳步提升, 双海战略进入加速期

2024 年 05 月 01 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12,325	14,939	17,243	19,541	21,185
同比 (%)	20.89	21.21	15.42	13.33	8.41
归母净利润 (百万元)	1,648	2,007	2,425	2,874	3,290
同比 (%)	2.78	21.78	20.83	18.53	14.50
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.37	1.66	2.01	2.38	2.73
P/E (现价&最新摊薄)	21.03	17.27	14.29	12.06	10.53

投资要点

■ **事件:** 公司发布 23 年年报及 24 年一季报, 23 年营收 149 亿元, 同增 21%; 归母净利 20.1 亿元, 同增 22%; 毛利率 17.0%, 同降 6.5pct。其中 23Q4 营收 74.5 亿元, 同环增 25%/108%; 归母净利 9.8 亿元, 同环增 61%/357%; 毛利率 14.4%, 同/环降 6.4/0.5pct。24Q1 营收 17.3 亿元, 同环比+11%/-77%; 归母净利 2.7 亿元, 同环降 45%/73%, 毛利率 19.7%, 同/环比-9.3/5.3pct。

■ **24 年预计出货 9-10GW、同增 25%+、双海战略进入加速期。** 公司 23 年风机销量为 7.24GW, 同增约 61%, 国内市占率 9.3%, 同增 0.2pct, 份额稳步提升; 毛利率 15.5%, 同降 7.8pct, 行业内公司毛利率领先行业 10pct+, 盈利 alpha 显著; 23Q4 销 3.7GW, 环增 80%+; 23 年公司海外持续突破, 实现对中亚、南亚地区风电设备出海, 收入 3.1 亿元, 同增 150%, 毛利率 22.1%, 高于国内 5.25pct。24Q1 出货 1GW, 同比翻倍增长, 毛利率 17-18%, 环比提升, 主要系零部件降本+高盈利新机型开始交付。公司凭借深厚的技术和强劲的成本控制能力, 在大型化风机时代, 份额不断提升, 23 年底在手订单 15.89GW (22 年 9.25GW, 同增 72%), 24 年我们预计公司出货 9-10GW, 同增 25%+, 同时有望借助 24 年高盈利“双海”订单的持续突破, 保持较强的盈利韧性。

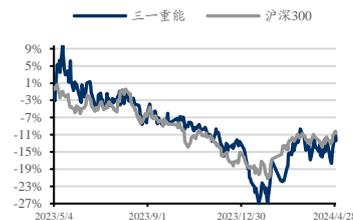
■ **滚动开发风电场、转让增厚利润。** 23 年公司对外转让风电场 610MW (22 年 318MW, 同比+92%), 其中: 1) 处置子公司实现投资收益约 15.5 亿元, 同比+94%, 2) 电站化产品收入 6.3 亿元, 毛利率 36%。截止 23 年底, 公司存量风电场规模 248MW (22 年 412MW), 在建风场 2.4GW (22 年 823MW), 实现发电收入 4.7 亿元, 同比-20%, 毛利率 73%, 同增 3.6pct。24Q1 实现投资收益 3.95 亿元, 主要系 24 年 1 月公司以 2.92 亿元对价转让湘通新能源项目 100MW。公司坚持滚动开发策略近年来通过扩大转让规模, 我们预计 24 年有望转让 1GW+, 持续增强公司盈利能力。

■ **费用控制良好、Q1 存货/合同负债均环增。** 23 年期间费用率 15.4%, 同增 0.2pct, 其中销售费用率同增 1.1pct, 主要系两海市场开拓带来的费用增加。24Q1 期间费用率为 25.3%, 同比基本持平, 环增 14.6pct。存货持续增高, 24Q1 末存货 42.3 亿元, 环增 37%。23Q4/24Q1 公司经营性现金流-0.3/-14.6 亿元, 系年初采购备货较多。23Q4 冲回信用减值 0.5 亿元, 系其他应收款坏账计提。24Q1 合同负债 33.4 亿元, 环增 23%。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司盈利能力稳健、“双海”订单有望持续突破、转让风场规模持续扩大, 我们基本维持 24-25 年盈利预测, 我们预计 24-26 年归母净利润 24.3/28.7/32.9 亿元 (24-25 年前值为 24.2/28.7 亿元), 同增 21%/19%/15%, 对应 PE 14x/12x/11x, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 行业需求和公司出货不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.75
一年最低/最高价	22.15/37.65
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	5,304.95
总市值(百万元)	34,658.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.63
资产负债率(% LF)	62.63
总股本(百万股)	1,205.52
流通 A 股(百万股)	184.52

相关研究

《三一重能(688349): 2023 年业绩快报点评: 2023Q4 业绩超预期, 2024 年海外突破增强盈利》

2024-02-26

《三一重能(688349): 2023 年三季报点评: Q3 风机毛利率承压, 发布陆风 15MW 机组巩固领先优势》

2023-10-30

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,855	26,247	32,366	36,628	营业总收入	14,939	17,243	19,541	21,185
货币资金及交易性金融资产	11,583	14,466	19,163	22,399	营业成本(含金融类)	12,395	14,515	16,603	18,113
经营性应收款项	4,931	4,056	4,422	4,866	税金及附加	119	86	98	106
存货	3,087	3,639	4,361	4,599	销售费用	1,085	1,122	1,172	1,271
合同资产	1,751	2,322	2,564	2,816	管理费用	535	615	586	636
其他流动资产	1,503	1,765	1,855	1,948	研发费用	872	967	1,133	1,229
非流动资产	10,521	10,943	11,269	11,551	财务费用	(187)	(277)	(251)	(283)
长期股权投资	1,141	1,230	1,319	1,409	加:其他收益	534	450	520	625
固定资产及使用权资产	4,930	5,051	5,123	5,077	投资净收益	1,798	2,340	3,040	3,600
在建工程	553	504	534	636	公允价值变动	(44)	40	0	0
无形资产	716	864	999	1,140	减值损失	(31)	(34)	(77)	(99)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	3	7	0
长期待摊费用	0	1	2	2	营业利润	2,376	3,013	3,690	4,239
其他非流动资产	3,181	3,294	3,291	3,287	营业外净收支	23	18	(5)	(20)
资产总计	33,376	37,190	43,634	48,178	利润总额	2,399	3,031	3,685	4,219
流动负债	19,073	20,392	23,762	25,015	减:所得税	393	606	811	928
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,225	1,914	1,914	1,914	净利润	2,007	2,425	2,874	3,290
经营性应付款项	10,391	11,291	13,430	14,364	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,705	3,832	4,809	4,961	归属母公司净利润	2,007	2,425	2,874	3,290
其他流动负债	3,752	3,355	3,609	3,777	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.66	2.01	2.38	2.73
非流动负债	1,509	1,720	1,920	1,920	EBIT	417	2,753	3,433	3,936
长期借款	1,135	1,335	1,535	1,535	EBITDA	878	3,428	4,179	4,756
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.03	15.82	15.03	14.50
租赁负债	59	59	59	59	归母净利率(%)	13.43	14.06	14.71	15.53
其他非流动负债	315	327	327	327	收入增长率(%)	21.21	15.42	13.33	8.41
负债合计	20,582	22,112	25,682	26,936	归母净利润增长率(%)	21.78	20.83	18.53	14.50
归属母公司股东权益	12,793	15,078	17,952	21,243					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	12,793	15,078	17,952	21,243					
负债和股东权益	33,376	37,190	43,634	48,178					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,089	1,915	2,618	882	每股净资产(元)	10.61	12.51	14.89	17.62
投资活动现金流	(1,049)	1,233	1,952	2,443	最新发行在外股份(百万股)	1,206	1,206	1,206	1,206
筹资活动现金流	2,271	(174)	127	(89)	ROIC(%)	2.24	12.73	13.44	13.29
现金净增加额	2,318	2,974	4,697	3,236	ROE-摊薄(%)	15.68	16.08	16.01	15.49
折旧和摊销	460	674	745	820	资产负债率(%)	61.67	59.46	58.86	55.91
资本开支	(3,505)	(879)	(993)	(1,064)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.27	14.29	12.06	10.53
营运资本变动	536	1,101	1,891	162	P/B(现价)	2.71	2.30	1.93	1.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>