

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

三一重能 (688349)

投资评级 增持

上次评级 增持

武浩 电新行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

王煊林 电新行业研究助理

联系电话: 17768100716

邮箱: wangxuanlin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

风机市占率持续提高，两海业务稳步推进

2024年5月1日

事件:

公司于2024年4月29日发布2023年年度报告及2024年第一季度报告，2023年公司实现营收149.39亿元，同比增长21.2%，实现归母净利润20.07亿元，同比增长21.8%，实现扣非归母净利润16.23亿元，同比增长1.7%。2023年公司毛利率为17.0%，同比-6.5pct，净利率为13.4%，同比+0pct。2024年第一季度实现营收17.28亿元，同比增长10.5%，实现归母净利润2.66亿元，同比下降44.92%，实现扣非净利润2.37亿元，同比下降41.73%。

点评:

- **风机制造盈利承压，风场业务保持较高在建容量。**风电机组制造业务23年实现营收119.4亿元，同比增长17.7%，毛利率15.5%，同比下降7.8pct。2023年度，公司合计对外转让7个风电项目，项目容量合计609.9MW，实现了良好的经济效益与社会效益。截至2023年12月31日，公司存量风力发电站容量为247.6MW，在建风场容量为2.4GW。风力发电收入4.7亿元，毛利率73.1%；电站产品销售业务营收6.3亿元，毛利率36%。
- **公司订单持续突破，市场占有率进一步提升。**根据中国可再生能源学会风能专业委员会统计数据，公司2023年新增吊装容量为7.41GW，同比增长64%，在国内市场的占有率为9.3%，同比提升0.2pct。公司排名跃升至全球第七，创造历史最佳成绩。2023年公司新增订单为14.1GW，创历史新高，实现快速增长；2023年公司对外销售容量为7.24GW；截至2023年底，公司在手订单为15.89GW。公司已进入主要知名国央企、地方能源企业的供应商目录，在手订单持续快速增长。
- **公司海上与海外业务稳步推进。**2023年，公司实现海外收入3.1亿元，实现对中亚、南亚地区风电设备出海，为近几年海外业绩取得的新突破；海外销售毛利率22.07%，高于国内5.25pct；公司海上风电机组已投入开发，2023年3月31日，三一重能首台海上10MW级风机产品在山东东营风电装备产业基地下线；2023年10月17日，三一重能在2023北京国际风能大会暨展览会发布13MW/16MW海上风机产品，形成了8.5MW-16MW全系列海上风机产品。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2025归母净利润分别是24.7、29.2亿元，同比增长23.2%、18.0%，截止4月30日的市值对应24-25年PE为14.0、11.9倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**风电发展不及预期风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险。

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 12,325 | 14,939 | 21,749 | 26,766 | 34,358 |
| 增长率 YoY % | 20.9% | 21.2% | 45.6% | 23.1% | 28.4% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,648 | 2,007 | 2,471 | 2,915 | 3,575 |
| 增长率 YoY% | 2.8% | 21.8% | 23.2% | 18.0% | 22.7% |
| 毛利率% | 23.6% | 17.0% | 19.2% | 19.7% | 20.0% |
| 净资产收益率ROE% | 14.7% | 15.7% | 17.1% | 16.8% | 17.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.37 | 1.66 | 2.05 | 2.42 | 2.97 |
| 市盈率 P/E(倍) | 21.03 | 17.27 | 14.03 | 11.89 | 9.69 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.10 | 2.71 | 2.40 | 2.00 | 1.66 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 17,990 | 22,855 | 26,710 | 32,035 | 37,951 | |
| 货币资金 | 9,098 | 11,547 | 10,841 | 13,563 | 12,828 | |
| 应收票据 | 260 | 544 | 665 | 822 | 1,086 | |
| 应收账款 | 2,304 | 3,833 | 4,010 | 4,887 | 6,531 | |
| 预付账款 | 314 | 203 | 686 | 817 | 1,058 | |
| 存货 | 1,636 | 3,087 | 4,715 | 5,403 | 8,134 | |
| 其他 | 4,378 | 3,641 | 5,793 | 6,543 | 8,313 | |
| 非流动资产 | 8,426 | 10,521 | 11,235 | 12,097 | 12,876 | |
| 长期股权投资 | 295 | 1,141 | 1,241 | 1,241 | 1,241 | |
| 固定资产(合计) | 4,039 | 4,852 | 5,811 | 6,670 | 7,429 | |
| 无形资产 | 375 | 716 | 1,115 | 1,114 | 1,114 | |
| 其他 | 3,716 | 3,812 | 3,068 | 3,071 | 3,092 | |
| 资产总计 | 26,415 | 33,376 | 37,944 | 44,131 | 50,827 | |
| 流动负债 | 14,439 | 19,073 | 21,088 | 24,360 | 27,481 | |
| 短期借款 | 3,089 | 771 | 771 | 971 | 1,271 | |
| 应付票据 | 2,452 | 3,558 | 3,766 | 4,591 | 4,568 | |
| 应付账款 | 4,097 | 6,574 | 6,120 | 8,804 | 9,515 | |
| 其他 | 4,802 | 8,171 | 10,431 | 9,995 | 12,126 | |
| 非流动负债 | 794 | 1,509 | 2,436 | 2,436 | 2,436 | |
| 长期借款 | 614 | 1,135 | 2,135 | 2,135 | 2,135 | |
| 其他 | 180 | 374 | 301 | 301 | 301 | |
| 负债合计 | 15,233 | 20,582 | 23,524 | 26,796 | 29,917 | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司股东权益 | 11,183 | 12,793 | 14,420 | 17,335 | 20,911 | |
| 负债和股东权益 | 26,415 | 33,376 | 37,944 | 44,131 | 50,827 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 12,325 | 14,939 | 21,749 | 26,766 | 34,358 | |
| 同比(%) | 20.9% | 21.2% | 45.6% | 23.1% | 28.4% | |
| 归属母公司净利润 | 1,648 | 2,007 | 2,471 | 2,915 | 3,575 | |
| 同比(%) | 2.8% | 21.8% | 23.2% | 18.0% | 22.7% | |
| 毛利率(%) | 23.6% | 17.0% | 19.2% | 19.7% | 20.0% | |
| ROE% | 14.7% | 15.7% | 17.1% | 16.8% | 17.1% | |
| EPS(摊薄)(元) | 1.37 | 1.66 | 2.05 | 2.42 | 2.97 | |
| P/E | 21.03 | 17.27 | 14.03 | 11.89 | 9.69 | |
| P/B | 3.10 | 2.71 | 2.40 | 2.00 | 1.66 | |
| EV/EBITDA | 21.46 | 30.04 | 19.40 | 11.09 | 8.41 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 12,32 | 14,939 | 21,749 | 26,766 | 34,358 | |
| 营业成本 | 9,422 | 12,395 | 17,577 | 21,491 | 27,479 | |
| 营业税金及附加 | 97 | 119 | 152 | 187 | 172 | |
| 销售费用 | 764 | 1,085 | 1,348 | 1,552 | 1,958 | |
| 管理费用 | 410 | 535 | 761 | 883 | 1,099 | |
| 研发费用 | 768 | 872 | 1,479 | 1,552 | 1,958 | |
| 财务费用 | -68 | -187 | -66 | -39 | -64 | |
| 减值损失合计 | -83 | 18 | -23 | -25 | -35 | |
| 投资净收益 | 936 | 1,798 | 1,914 | 1,767 | 1,787 | |
| 其他 | 106 | 441 | 425 | 467 | 598 | |
| 营业利润 | 1,891 | 2,376 | 2,812 | 3,348 | 4,106 | |
| 营业外收支 | -5 | 23 | 28 | 3 | 3 | |
| 利润总额 | 1,886 | 2,399 | 2,840 | 3,350 | 4,109 | |
| 所得税 | 233 | 393 | 369 | 436 | 534 | |
| 净利润 | 1,653 | 2,007 | 2,471 | 2,915 | 3,575 | |
| 少数股东损益 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 归属母公司净利润 | 1,648 | 2,007 | 2,471 | 2,915 | 3,575 | |
| EBITDA | 1,374 | 878 | 1,380 | 2,187 | 3,006 | |
| EPS(当年)(元) | 1.52 | 1.68 | 2.05 | 2.42 | 2.97 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 759 | 1,089 | 747 | 2,300 | -1,265 | |
| 净利润 | 1,653 | 2,007 | 2,471 | 2,915 | 3,575 | |
| 折旧摊销 | 335 | 460 | 505 | 590 | 676 | |
| 财务费用 | -74 | -202 | 73 | 91 | 98 | |
| 投资损失 | -939 | -1,798 | -1,914 | -1,767 | -1,787 | |
| 营运资金变动 | -429 | 536 | -1,111 | 434 | -3,880 | |
| 其它 | 213 | 86 | 724 | 37 | 52 | |
| 投资活动现金流 | -3,572 | -1,049 | -8 | 312 | 329 | |
| 资本支出 | -2,598 | -3,505 | -1,818 | -1,451 | -1,454 | |
| 长期投资 | -771 | 1,841 | -104 | -4 | -4 | |
| 其他 | -203 | 616 | 1,914 | 1,767 | 1,787 | |
| 筹资活动现金流 | 7,561 | 2,271 | -873 | 109 | 202 | |
| 吸收投资 | 5,512 | 25 | 0 | 0 | 0 | |
| 借款 | 3,819 | 5,485 | 1,000 | 200 | 300 | |
| 支付利息或股息 | -103 | -599 | -73 | -91 | -98 | |
| 现金流净增加额 | 4,771 | 2,318 | -134 | 2,722 | -735 | |

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，7年新能源行业研究经验，2020年加入信达证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。2023年获得新浪金麒麟光伏设备行业菁英分析师第三名。研究聚焦细分行业及个股挖掘。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车和机器人行业研究。

王煊林，电力设备新能源研究助理，复旦大学金融硕士，1年行业研究经验，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|--------------------|-----------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入：股价相对强于基准15%以上； | 看好：行业指数超越基准； |
| | 增持：股价相对强于基准5%~15%； | 中性：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。