

## 市占率持续提升，双海战略持续推进

三一重能（688349.SH）

推荐（维持评级）

### 核心观点：

- 事件：**4月29日，公司发布23年年度报告和24Q1季度报告。2023年公司实现营业收入149.39亿元，同比+21.21%，归母净利润20.07亿元，同比+21.78%，扣非净利润16.23亿元，同比+1.67%，EPS1.65元。2023年经营性现金流10.89亿元，同比+43.54%。24Q1单季实现营业收入17.28亿元，同比+10.5%，环比-76.80%，归母净利润2.66亿元，同比-44.92%，环比-72.77%；扣非归母净利润2.37亿元，同比-41.73%，环比-72.83%。符合预期。
- 风机盈利基本见底，市占率持续提升。**2023年公司风机及配件收入营收119.37亿元，同比+17.66%，营收占比微降2.44pts至80%，毛利率15.45%，同比-7.80pts。风机持续大型化，5.XMW及以上风机营收87.16亿元，占比提升23.14pts至58.76%。根据金风科技数据，风机市场竞争激烈，2023年风机价格从年初1800元/kW左右波动下降至年底1555元/kW，24Q1回升至1563元/kW。我们认为风机价格未来仍可能小幅下滑，但有望通过大型化摊薄成本，风机盈利基本见底。此外，根据BNEF数据，2023年公司新增装机7.9GW，同比增加75.56%，排名提升2名至全球第7；根据CWEA数据，公司新增吊装国内市占率同比提升0.2pts至9.3%，综合排名第5，陆上第4，市场份额持续提升。
- 多元业务布局成效初显，风场转让增厚利润。**1) 风电建设服务营收17.64亿元，同比+17.56%，毛利率6.01%，同比-0.38pts。2) 风电发电营收4.74亿元，同比-19.81%，毛利率73.09%，同比+2.51pts。3) 电站产品销售营收6.34亿元，毛利率36%。公司对电站运营业务采取“滚动开发”的整体战略，2023年合计对外转让风电项目609.9MW，截至2023年底，公司存量风力发电站容量为247.6MW，在建风场容量为2.4GW，有望持续增强公司盈利能力。
- 24Q1盈利能力环比改善。**24Q1毛利率19.67%，同比-9.33pts，环比+5.30pts；净利率15.38%，同比-15.47pts，环比+2.28pts。主要受益于公司成本管控策略以及原材料价格下降。
- 产品创新，海陆并进。**陆上风电机组方面，公司是中国“箱变上置”技术创新的领航者，陆上8.5-11MW平台机组首次采用双箱变上置技术，节省电缆成本并降低用地成本，研发重点已布局到15MW。海上机组方面，公司已形成8.5MW-16MW全系列风电机组，有望增强公司未来订单持续获取能力。
- 风机新增订单创历史新高。**2023年公司新增订单为14.1GW，创历史新高，截至2023年底，公司在手订单为15.89GW，有望支撑未来业绩稳健增长。公司预计2024年风机出货9-10GW，同比增长约30%，平均容量约8-9MW/台。
- 海外市场持续突破。**2023年公司海外营收3.09亿元，同比增长38836%，实现对中亚、南亚地区风电设备出海，毛利率22.07pts，高于国内毛利率5.15pts。公司2022年在哈萨克斯坦中标两个风电项目，实现海外订单突破。2023年第三届“一带一路”论坛期间，三一重能、中电国际和萨姆鲁克-卡泽纳基金三方签署哈萨克斯坦1GW风电+储能项目合作协议，进一步确定项目合作模式，为后续开发奠定基础。我们认为公司未来有望加速推进国际化战略，持续提升海外业绩。
- 投资建议：**公司是风电整机新锐，技术成本优势突出，盈利能力行业领先，订单量和市占率均在不断提升。我们预计公司2024年/2025年营收分别达194.26亿元/253.47亿元，归母净利润分别达24.95亿元/32亿元，EPS分别为2.07元/股、2.65元/股，对应当前股价PE为13.89倍/10.83倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**“双碳”目标推进不及预期的风险；风电产业政策变化带来的风险；产能投产不及预期；行业竞争加剧销售价格下移、产品盈利下滑超预期。

### 分析师

周然

☎：(8610) 8092 7636

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

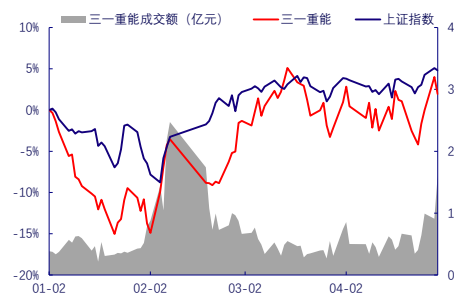
研究助理

黄林

☎：(8610) 8092 7687

✉：huanglin\_yj@chinastock.com.cn

### 公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 市场数据

2024-4-30

收盘价	28.75
一年内最高价	36.01
一年内最低价	23.96
上证指数	3,104.82
总股本（亿股）	12.06
实际流通股（亿股）	1.85
流通股市值（亿元）	53.05

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

1.【银河电新周然团队】公司点评\_三一重能(688349)-事件点评：新投资拓宽业务布局，“双海”战略持续突破 231117

2.【银河电新周然团队】公司点评\_三一重能(688349)-中报点评：Q2毛利率下滑拖累业绩，新增订单创新高 -230831

**表：财务报表和主要财务比率**

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	22854.53	26326.43	33119.93	41813.90	营业收入	14938.88	19425.54	25346.71	31658.38
现金	11546.72	13403.90	16256.50	20544.17	营业成本	12395.17	15536.44	20071.13	24931.12
应收账款	3833.41	3839.85	5417.29	7049.31	营业税金及附加	118.65	146.48	197.51	245.62
其它应收款	638.47	751.49	1153.07	1339.32	营业费用	1084.54	1252.37	1732.85	2104.60
预付账款	202.58	388.98	499.60	550.74	管理费用	535.18	571.86	806.86	866.34
存货	3086.80	3277.60	4239.27	5577.98	财务费用	-186.64	-195.30	-243.38	-319.89
其他	3546.56	4664.62	5554.21	6752.38	资产减值损失	17.74	10.98	10.98	10.98
非流动资产	10521.12	11553.15	12428.94	13264.86	公允价值变动收益	-44.38	0.00	0.00	0.00
长期投资	1141.48	1987.51	2833.53	3679.55	投资净收益	1797.57	1597.63	2027.74	2532.67
固定资产	4851.57	5468.53	6045.62	6582.85	营业利润	2376.35	2888.35	3708.09	4953.25
无形资产	715.78	694.26	672.75	651.23	营业外收入	29.75	0.00	0.00	0.00
其他	3812.29	3402.85	2877.04	2351.23	营业外支出	6.64	0.00	0.00	0.00
资产总计	33375.65	37879.58	45548.87	55078.77	利润总额	2399.45	2888.35	3708.09	4953.25
流动负债	19073.43	21076.89	25541.54	30811.18	所得税	392.92	390.48	503.46	692.99
短期借款	770.57	461.10	-271.50	-1391.55	净利润	2006.54	2497.87	3204.63	4260.26
应付账款	6574.24	7272.29	9589.19	12268.00	少数股东损益	0.00	2.62	4.48	3.47
其他	11728.63	13343.50	16223.85	19934.73	归属母公司净利润	2006.54	2495.25	3200.15	4256.79
非流动负债	1508.81	1520.48	1520.48	1520.48	EBITDA	2673.30	3068.48	3880.01	5088.52
长期借款	1135.15	1135.15	1135.15	1135.15	EPS（元）	1.65	2.07	2.65	3.53
其他	373.66	385.33	385.33	385.33					
负债合计	20582.24	22597.37	27062.02	32331.66	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0.00	2.62	7.10	10.58	营业收入	21.21%	30.03%	30.48%	24.90%
归属母公司股东权益	12793.41	15279.59	18479.74	22736.53	营业利润	25.67%	21.55%	28.38%	33.58%
负债和股东权益	33375.65	37879.58	45548.87	55078.77	归属母公司净利润	21.78%	24.36%	28.25%	33.02%
					毛利率	17.03%	20.02%	20.81%	21.25%
					净利率	13.43%	12.85%	12.63%	13.45%
					ROE	15.68%	16.33%	17.32%	18.72%
					ROIC	11.41%	12.88%	14.57%	16.82%
					资产负债率	61.67%	59.66%	59.41%	58.70%
					净负债比率	-63.53%	-69.40%	-76.76%	-86.16%
					流动比率	1.20	1.25	1.30	1.36
					速动比率	0.89	0.92	0.95	1.00
					总资产周转率	0.50	0.55	0.61	0.63
					应收帐款周转率	4.87	5.06	5.48	5.08
					应付帐款周转率	2.32	2.24	2.38	2.28
					每股收益	1.66	2.07	2.65	3.53
					每股经营现金	0.90	1.93	2.37	3.45
					每股净资产	10.61	12.67	15.33	18.86
					P/E	17.27	13.89	10.83	8.14
					P/B	2.71	2.27	1.88	1.52

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn