

2020年01月09日

公司研究•证券研究报告

运达股份（300772.SZ）

风机迎来业绩拐点

投资要点

- ◆ **事件：**1月8日，公司公告，2019年12月公司与中国电力建设集团下属公司签订风机销售合同3.5亿元，近12个月内与中国电建签订的合同金额累计达17.7亿元，占比2018年营业收入53.5%，同比增长204%。
- ◆ **传统老牌风机供应商，明年行业排名有望跻身前五：**公司成立于2001年，前身是浙江省机电研究院风电研究所，从事风力发电机技术研究近40年历史，是我国风电领域批准建设的第一批企业国家重点实验室。公司目前核心客户包括中电建、华能、华润、中能建、中广核等国内大型央企，2018年行业市占率超4%，位居行业第六，2020年市占率有望提升至8-10%，有望跻身行业前五。
- ◆ **风机需求旺盛，在手订单饱满：**由于2018年底之前核准的风电项目需要在2020年底前完成并网，预计存量项目规模超60GW，风电产业链各环节需求旺盛。运达股份主营风机产品，2019H1披露新增订单约4.28GW，同比增长410%，累计在手订单约7.5GW，金额达到261.68亿元，较去年年底增长114%。我们预计公司2019年将确认订单超1.6GW，2020年有望确认订单约3GW。
- ◆ **风电2020年将维持高景气度，风机价格进入上行通道：**由于风机需求端高增长，而产业链历史最大供应能力不到40GW。主要是因为风机供给端，受制于桨叶原材料巴沙木供应不足，造成国内整体风机产能不足，主流整机厂已经陆续停止接单，导致2020年风机将供不应求。风机价格自2019Q2开始呈现大幅上升的状况，2019年9月2.5MW风机投标均价近3900元/KW，同比上涨约17%，目前招标价格仍在继续上行。我们预计公司新接订单价格同比增长10%~15%左右，2020年确认订单均价有望超3400元/KW。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2019年-2021年每股收益分别为0.32元、1.37元、1.73元，分别对应53.8倍、12.7倍、10.1倍的动态市盈率，净资产收益率分别为8.6%、26.9%、25.8%，维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**订单确认不及预期，风机价格大幅下滑

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,257.2	3,311.8	4,154.5	10,716.7	9,579.3
同比增长(%)	3.9%	1.7%	25.4%	158.0%	-10.6%
营业利润(百万元)	99.7	121.9	100.1	466.8	590.4
同比增长(%)	17.6%	22.3%	-17.9%	366.5%	26.5%
净利润(百万元)	94.3	120.4	95.2	402.1	508.0
同比增长(%)	-9.5%	27.6%	-20.9%	322.6%	26.3%
每股收益(元)	0.32	0.41	0.32	1.37	1.73
PE	54.3	42.5	53.8	12.7	10.1
PB	6.1	5.3	4.6	3.4	2.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

深度分析

电力设备 | 风电 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2020-01-08)

17.41元

交易数据

总市值 (百万元)	5,117.84
流通市值 (百万元)	1,279.46
总股本 (百万股)	293.96
流通股本 (百万股)	73.49
12个月价格区间	7.82/23.98元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.07	-10.91	-47.42
绝对收益	7.94	4.31	

分析师

肖索
 SAC 执业证书编号：S09105180070004
 xiaosuo@huajinsc.cn
 021-20377056

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsc.cn
 021-20377188

相关报告

运达股份：风机迎来量价齐升 2019-11-27

内容目录

一、纯风机龙头，盈利拐点已现	4
1、业绩低谷已过，迎来景气周期	4
2、老牌风机龙头，深耕行业多年	5
二、2020 年风电将迎来最强抢装潮.....	7
1、明年风电新增装机有望达 35-40GW	7
2、行业招投标量持续增长，子行业龙头订单饱满	8
三、风机供不应求，即将迎来盈利拐点	9
1、风机价格已经拐头向上，2020 年上半年有望创新高	9
2、风电技术先行者，综合服务能力强	12
3、公司在手订单饱满，市占率持续攀升	13
4、手握主流核心客户，现金流较好	15
四、盈利预测及投资建议	17
1、可比公司财务数据——运达股份业绩弹性较大	17
2、盈利预测	18
3、投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

图 1：公司主营业务情况	4
图 2：公司营收（亿元）及其增长率（%）	5
图 3：各业务营收情况（亿元）	5
图 4：公司净利润（亿元）及其增长率（%）	5
图 5：公司产品细分毛利率	5
图 6：公司发展历程	6
图 7：2008 年-2021 年风电新增装机及预测（GW）	7
图 8：审核未建的风电项目充足	8
图 9：国内风电行业季度公开招标容量（GW）	8
图 10：金风科技在手订单量（MW）	8
图 11：明阳智能在手订单量（GW）	9
图 12：天能重工在手订单（亿元）	9
图 13：2012-2019Q3 风电利用小时和弃风率	9
图 14：今年以来吉林黑龙江转绿	9
图 15：风机内部构造示意图	10
图 16：公司主要产品工艺流程图	10
图 17：风机原材料采购成本占比	10
图 18：2.0MW 风机原材料价格变化	10
图 19：国内风机月度公开投标均价（元/kW）	11
图 20：风机行业公司的毛利率变化	11
图 21：风机行业公司的净利率变化	11
图 22：风电开发全生命周期的技术支持服务	13
图 23：2019 年 H1 公司各风电机组在手订单情况（MW）	14
图 24：公司风机组在手订单金额及增长率	14

图 25: 公司各容量风机组销量及预测 (MW)	14
图 26: 公司风机组产销量级产销率 (%)	14
图 27: 2017 年风电供应商中国市场份额.....	15
图 28: 2018 年风电供应商中国市场份额.....	15
图 29: 2015 年-2017 年中国风电装机容量占比.....	15
图 30: 现金流量利息保障倍数.....	17
图 31: 公司经营活动现金流对比	17
图 32: 可比公司营业收入同比增长率	17
图 33: 可比公司扣非归母净利润增长率	17
图 34: 可比公司毛利率	18
图 35: 可比公司期间费用率	18
图 36: 可比公司应收账款周转率	18
图 37: 可比公司净资产收益率对比	18
表 1: 公司前十大股东 (2019 年三季报)	6
表 2: 公司主持或参与的国家级重大科技研发项目	12
表 3: 运达风机具备价格优势 (元/kW)	13
表 4: 2018 年公司前十大客户	16
表 5: 2018 年公司前十大供应商	16
表 7: 运达股份业绩测算表	19
表 8: 风机行业公司盈利及估值情况	20

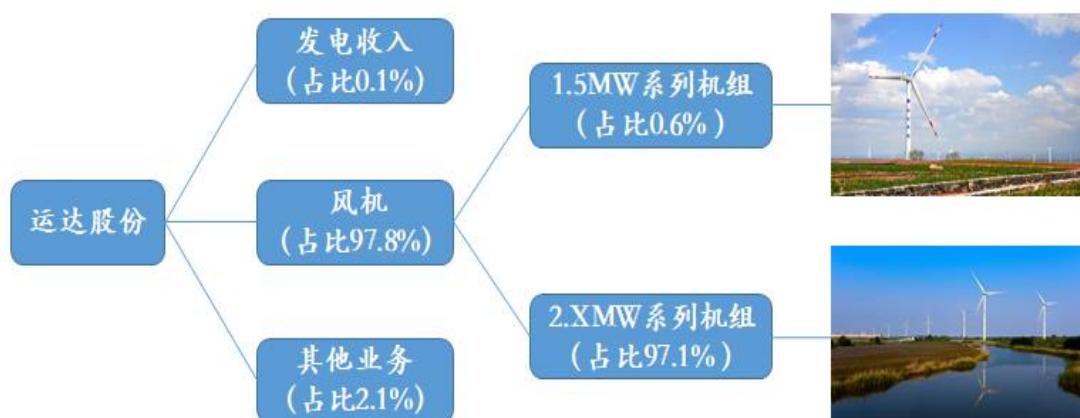
一、纯风机龙头，盈利拐点已现

浙江运达风电股份有限公司成立于 2001 年 11 月，前身是浙江省机电设计研究院风能研究所，2010 年整体变更为浙江运达风电股份有限公司，在新能源领域已经走过了 40 多年的征程。2019 年 4 月在深交所挂牌上市，旗下共有 4 家分公司、10 家全资子公司、1 家控股子公司、7 家参股公司。

公司是省级高新技术企业和高新技术研发中心，主要产品为 1.5MW、2.XMW 系列、3.XMW 系列产品风电机组。公司产品根据不同的地理和气候条件，进行差异化设计，同一型号的产品，形成了分别适用于高温、低温、高海拔、低风速、沿海台风等不同自然环境的风电机组系列。

公司 1.5MW 和 2.XMW 风机已经形成销售，随风电平价上网的临近，公司产品结构将向大型高功率风机转变。此外，公司的业务将逐步从单一的风电机组转向提供风电机组与风电场勘测、风电场运维的一体化服务，并在此基础上，将业务链延伸至风电场的投资运营。

图 1：公司主营业务情况



资料来源：公司公告（2018 年年报），华金证券研究所

1、业绩低谷已过，迎来景气周期

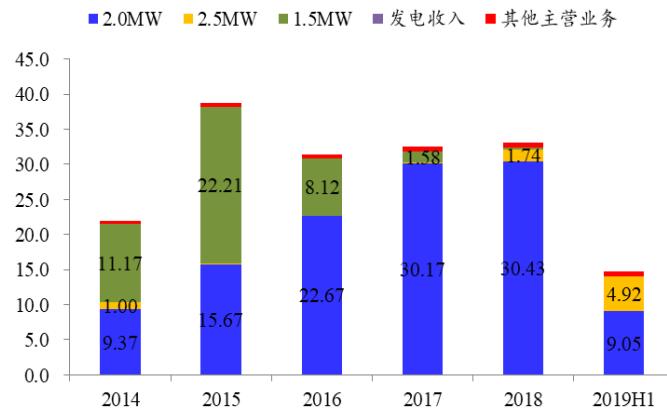
2019 年 Q1-Q3 公司实现营业总收入 21.91 亿元，同比增长 81.6%，同比增速较 2018 年大幅提升。公司上一次业绩高增长在 2015 年，但之后国内风电新增并网由于抢装透支，并网量持续下滑，公司次年收入出现下滑，到 2018 年前业绩保持平稳。随着 2019 年开始的新一轮风电开工抢装潮，公司 2019-2020 年的业绩将再次出现显著增长。

图 2: 公司营收(亿元)及其增长率(%)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3: 各业务营收情况(亿元)

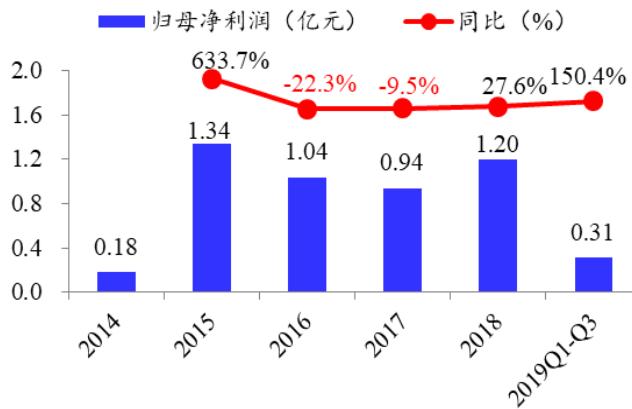


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2016年-2017年在风电新增装机疲软的背景下，公司净利润增长同比下滑。2018年开始，风电行业逐步走出低谷，持续向好发展。加之平价新政的出台，公司各项业务进展顺利、经营业绩稳步提升、净利润稳步增长。2019年开始进入新一轮抢装周期，今年前三季度实现净利润同比增长150%以上，再次进入景气周期。

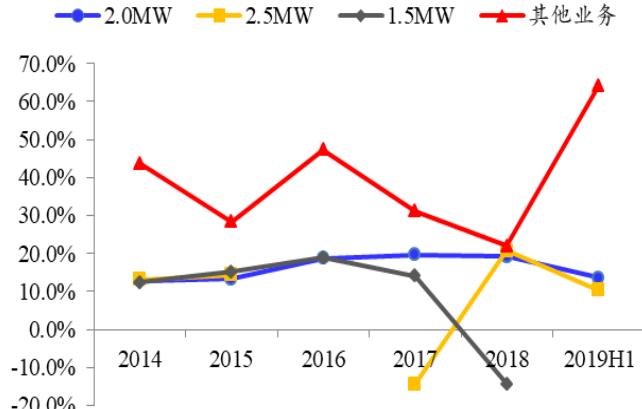
由于今年销售的产品主要来自于2018年和2019年初的订单，2018年为风电行业价格低点，中标价格较低。此外，单台机组桨叶长度增加，相应成本有所上升，导致2019年上半年机组毛利率降低。我们预计公司明年将开始逐步确认高价订单，风机毛利率有望在2020Q1开始显著提升。

图 4: 公司净利润(亿元)及其增长率(%)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5: 公司产品细分毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、老牌风机龙头，深耕行业多年

1972年公司前身（浙江省机电设计研究院风能研究所）研制成功我国第一台18kW风力发电机组，填补了我国中型风力发电机组研究工的空白。1999年，研究院自主开发250kW风力发电机组，成为国内投入批量商业化运行的风力发电机组。

2001 年，运达风电机工程有限公司由浙江省机电设计研究院、浙江省机电集团有限公司、吴运东、盛云庆、叶杭治等 14 位股东共同出资设立，注册资本为 1000 万元。2005 年，公司的杭州莫干山生产基地一期竣工投产，2007 年杭州莫干山生产基地二期竣工投产。2008 年，研制成功世界首台可生物降解的竹浆叶风电机组，实现批量生产。

2009 年，公司启动年产 100 万千瓦大型兆瓦级风力发电设备研发及生产基地建设项目（杭州钱江经济开发区项目）。2010 年，风力发电技术国家重点实验室落户运达风电，2.5 兆瓦风电机组成功下线。2012 年，宁夏运达风电机有限公司一期正式投产，具备年产 100 万千瓦的生产能力。2014 年，2.5MW 机组首个批量化项目（北仑中营福泉山）顺利并网运行。2.0MW 机组首个批量化项目（山西神池翁家山）顺利并网运行。2015 年，“运达风电”被认定为“浙江省著名商标”；“台风型风力发电机组的研发与产业化”项目荣获浙江机械工业科学技术奖一等奖。2019 年 4 月，公司正式通过证监会核准，在深交所创业板上市。

图 6：公司发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

截止 2019 年三季报，公司的控股股东为浙江省机电集团有限公司，占公司总股本的 45.92%。机电集团是浙江省人民政府出资设立的省属国有独资企业，实际控制人为浙江省国资委。公司第二大股东为中节能科技投资有限公司，持有 3000 万股股份，占公司总股本的 10.21%，中节能投资是中国节能环保集团公司全资子公司，中国节能环保集团公司系由国务院 100% 持股的国有独资公司。

表 1：公司前十大股东（2019 年三季报）

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
浙江省机电集团有限公司（浙江省国资委）	13,500	45.92%
中节能科技投资有限公司	3,000	10.21%
浙江华睿如山装备投资有限公司	1,200	4.08%
北京红马环保投资中心(有限合伙)	1,200	4.08%
中节能实业发展有限公司	750	2.55%
浙江和盟投资集团有限公司	463.2	1.58%
马希骅	270	0.92%
杨震宇	146.25	0.50%
叶杭治	138.5	0.47%
陈继河	104	0.35%
合计	20,771.95	70.66%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、2020年风电将迎来最强抢装潮

1、明年风电新增装机有望达35-40GW

根据国家能源局数据，2019年1-10月国内风电新增并网量14.66GW，同比增加0.2GW。并网作为风电建设的最后一步，整体滞后于风电厂商的出货以及完成吊装的时间节点，因此我们预计全年风电吊装量有望达22-25GW，同比增长约5%~18%。2020年行业迎来抢装并网潮，预计新增装机将达35-40GW，同比增长约40%~60%。

图7：2008年-2021年风电新增装机及预测（GW）

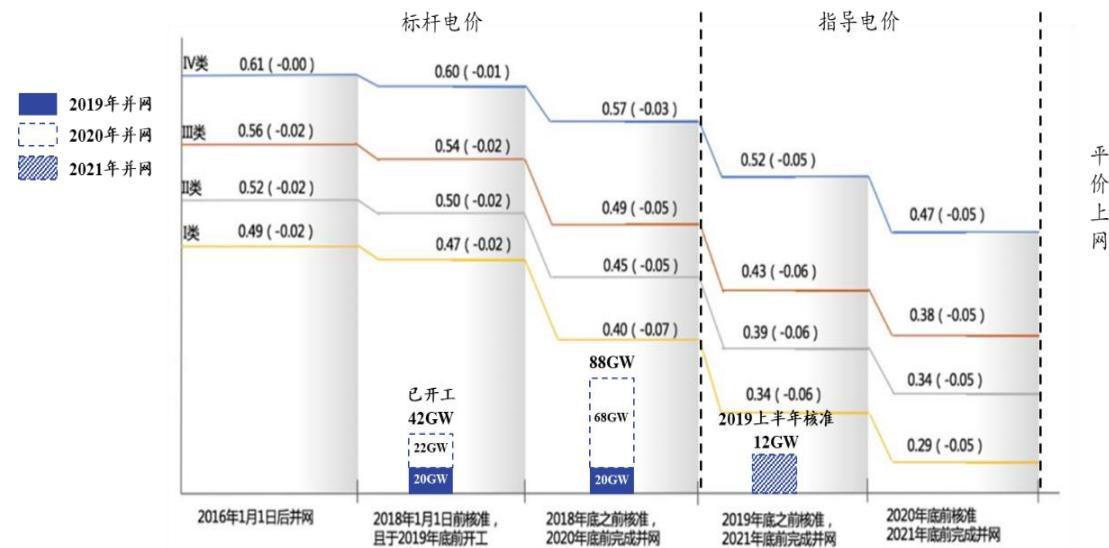


资料来源：中国风能协会，华金证券研究所

2020年底固定电价补贴到期，风电将迎最大抢装潮。2019年5月24日，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，明确提出2018年底之前核准的陆上风电项目（固定电价上网），2020年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。因此风电行业最大抢装潮即将来临，我们预计2020年新增装机有望达35-40GW。

符合2020年抢装需求的存量项目容量充足。根据BNEF数据，截至2019年一季度末，符合2020年抢装需求的存量项目约为88GW，其中已开工项目42GW。根据测算，2019年Q2-Q4风电新增装机容量约为20GW，因此到19年底剩余存量项目仍有68GW，足够支撑2020年风电装机的增长。

图 8：审核未建的风电项目充足

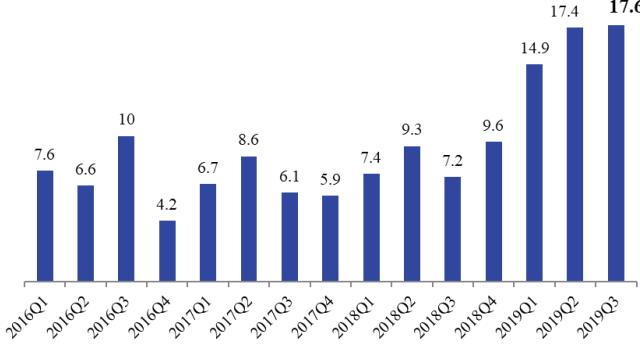


资料来源：国家能源局，BNEF，华金证券研究所

2、行业招投标量持续增长，子行业龙头订单饱满

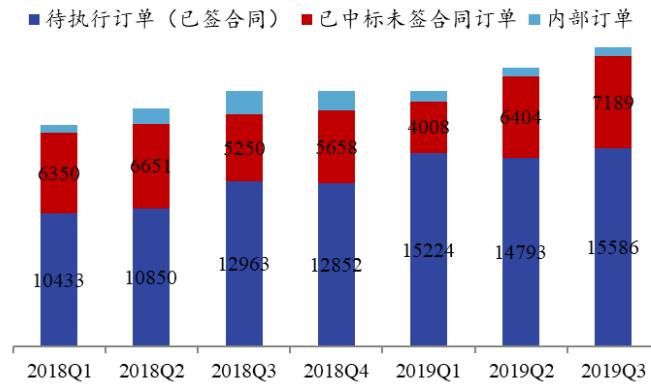
风电招标量持续高涨验证抢装行情，前三季度国内公开招标量超去年全年。根据金风科技官网披露，2019 年 Q3 全国风电设备公开招标量 17.6GW，同比增长 144%，持续刷新单季度招标量历史记录；2019 年前三季度合计招标量达 49.9GW，同比增长 109%，超过 2018 年全年（33.5GW），行业景气度持续提升。

图 9：国内风电行业季度公开招标容量（GW）



资料来源：金风科技官网，华金证券研究所

图 10：金风科技在手订单量（MW）



资料来源：金风科技官网，华金证券研究所

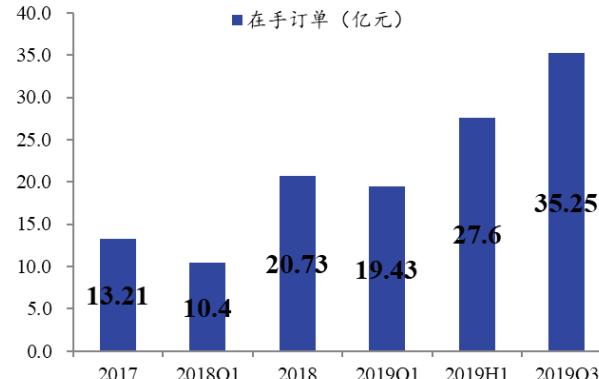
行业龙头在手订单持续创历史新高。根据金风科技官网披露，截至 2019 年 Q3，金风科技的在手外部订单合计 22.8GW，同比增长 25.1%，环比增长 7.5%，已签订合同订单 15.6GW，同比增长 20.2%，环比增长 5.4%；据明阳智能官网披露，明阳智能 2019 年前三季度在手订单量 12.6GW，较 2018 年底增加 5.5GW；据天能重工公告，其在手订单 35.25 亿元，环比增加 7.6 亿元，风机、风塔行业龙头订单量均创历史最高纪录。

图 11：明阳智能在手订单量 (GW)



资料来源：明阳智能官网，华金证券研究所

图 12：天能重工在手订单 (亿元)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

弃风电量和弃风率超预期下行，三北地区有望继续解禁。根据国家能源局数据，2019 年前三季度全国弃风电量 128 亿千瓦时，同比减少 74 亿千瓦时；平均弃风率 4.2%，同比下降 3.5pct。弃风电量和弃风率的持续“双降”（尤其以弃风严重的“三北”地区改善明显），带来了平价大基地项目的井喷。根据北极星电力网数据，2019 年风电大基地项目储备总规模超过 25GW。弃风率的下行以及平价项目的普及，有利于平滑风电行业的周期波动。

图 13：2012-2019Q3 风电利用小时数和弃风率



资料来源：国家能源局，华金证券研究所

图 14：今年以来吉林黑龙江转绿

地区	2016年预警结果	2017年预警结果	2018年预警结果	2019年预警结果
新疆	红色	红色	红色	红色
甘肃	红色	红色	红色	红色
内蒙古	橙色	红色	橙色	橙色
黑龙江	红色	红色	红色	绿色
宁夏	红色	红色	绿色	绿色
河北	橙色	绿色	绿色	绿色
其他	绿色	绿色	绿色	绿色

资料来源：国家能源局，华金证券研究所

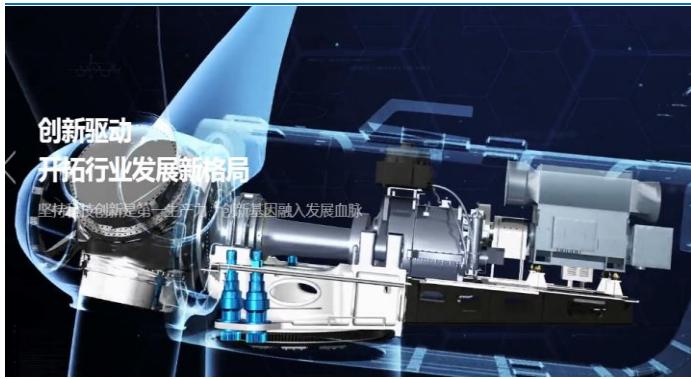
三、风机供不应求，即将迎来盈利拐点

1、风机价格已经拐头向上，2020年上半年有望创新高

风机产品工艺主要包括机舱总成和轮毂总成两大部分的装配，通过对各类配件、系统的装配、调试等工序后完成产品生产。成本主要包括材料成本、人工成本和制造成本，其中材料成本产品成本的比重为 95%以上，对公司成本有较大影响。

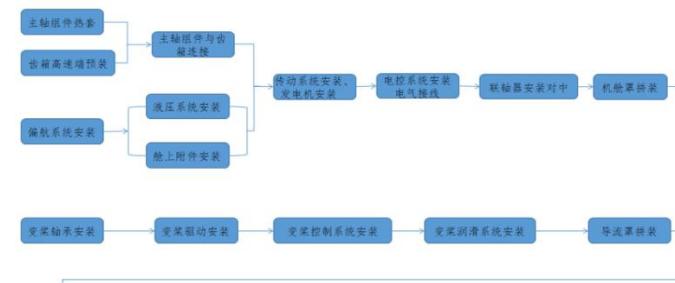
材料采购价格的变动是影响公司成本的主要因素，其中桨叶是风电机组中成本占比最高的零配件，且随着风机组容量的增大，配套桨叶的成本占比亦大幅提升，公司生产的风电机组的桨叶成本占材料成本一直维持在 26%-27%左右。

图 15: 风机内部构造示意图



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 16: 公司主要产品工艺流程图

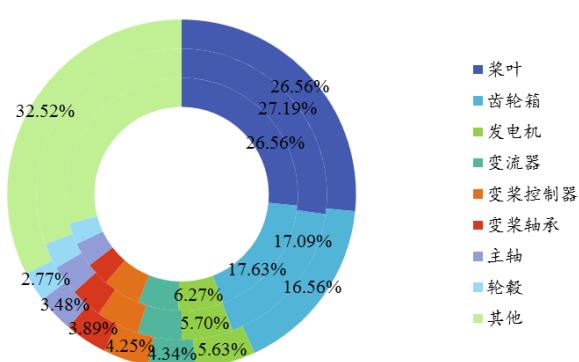


资料来源：国家能源局，华金证券研究所

桨叶原材料巴沙木价格涨幅较大。目前市面主流风机厂商广泛采用巴沙木作为夹心材料。巴沙木号称世界上最轻的木材，主产区位于美洲热带森林，高度轻量化的特点使其成为制造风机叶片的优质原料。供求关系推高巴沙木进口价格，据微能网报道，2018年巴沙木进口在5000元/吨左右，但是到了2019年，巴沙木价格暴涨一倍多，最高时达到12000元/吨。因为巴沙木的生长期通常在4-5年，此前由于风电行业的装备价格整体处于相对低迷的状态，很多原材料供大于求，利润偏低，种植者选择转投其他作物，导致巴沙木产量下降。此外，市场青睐大叶片大容量风机背景下，巴沙木需求进一步扩大，之前一只叶片大概需要2立方米，风机容量增长30%左右，巴沙木需求可能要到4-5立方米。加之南美当地每年从12月开始进入漫长的雨季，运输的困难程度也会增加，价格也会因此上浮。总体来看，目前叶片芯材短缺，预计2019-2020年叶片供应偏紧。

除去桨叶中的巴沙木环节，风机其他零部件价格变化相对较小。基于运达股份2016-2018年数据，公司2.0MW的风机原材料中齿轮箱、发电机、变流器、变桨控制器、轮毂的价格均呈现下降趋势，变桨轴承、主轴出现过阶段性上涨的时期。我们预期公司风机成本端今年的变化主要还是来自桨叶和轴承，假设其他环节成本基本不变，轴承环节价格上涨35%-50%，桨叶环节中的巴沙木价格翻倍，公司明年风机的整体成本将上涨约3-5%。

图 17: 风机原材料采购成本占比



资料来源：招股说明书（从内到外2016-2018年），华金证券研究所

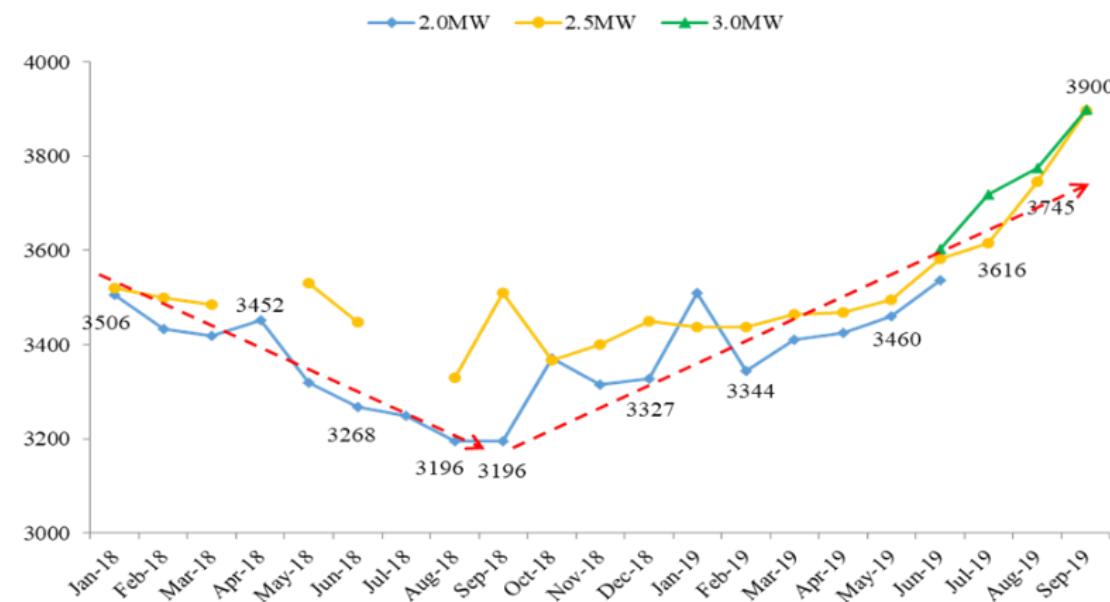
图 18: 2.0MW 风机原材料价格变化



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

风机供不应求，投标价格持续攀升。2018Q4以来受益于风电景气度上行，国内各机组公开投标均价企稳回升。根据金风科技官网披露，2019年9月2.5MW机型和3.0MW机型投标均价已经达到3900元/KW左右的水平，同比涨幅超过21%。根据北极星电力网数据，2019年12月最新招投标信息，风机龙头投标价格已攀升至4100元/KW，较2019年低点上涨超28.3%。受制于国内风机零部件供应链能力有限，风机供不应求，价格持续上行。

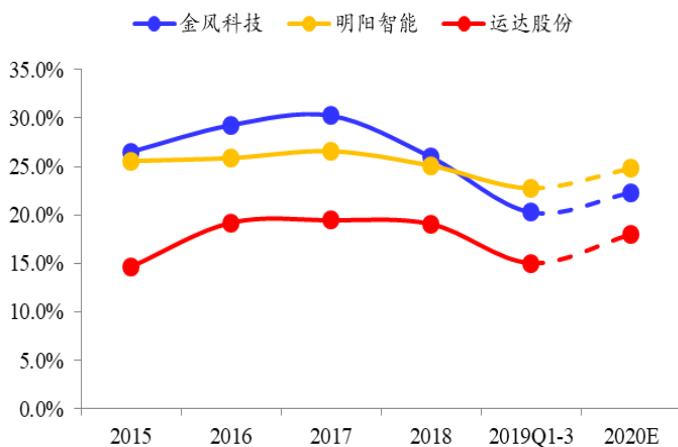
图 19：国内风机月度公开投标均价（元/kW）



资料来源：金风科技官网，华金证券研究所

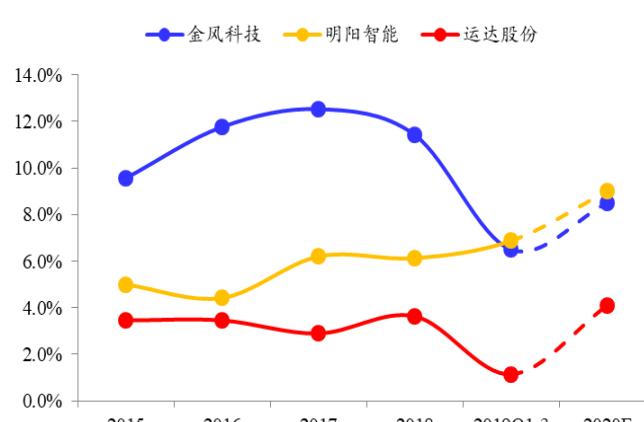
受益于风机价格大幅上涨，但成本端上涨幅度较小，预计2020年风机毛利率上行。由于风机厂商有收入确认滞后期，2019年的高价订单将在2020年大量确认。基于明年确认的风机价格上涨10-15%，风机成本端上涨5-10%测算，我们预计2020年风机行业毛利率将有2-3pct的提升空间。运达股份由于净利率较低，毛利率恢复上涨时，业绩弹性更大。

图 20：风机行业公司的毛利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：风机行业公司的净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

2、风电技术先行者，综合服务能力强

国家级重点实验室平台，风电行业技术领导者。公司拥有风力发电系统国家重点实验室和博士后科研工作站，长期主持、参与国家和省级风电行业重大科研项目，其中主持或参与了 10 项“973”计划、“863”计划、国家科技支撑计划，8 项浙江省重大科研项目，14 项国家标准，在风电行业享有较高声誉。公司多位技术带头人享受国务院特殊津贴，研发团队硕士以上学历占比接近一半，团队累计发表风电相关论文 23 篇，其中 SCI/EI 检索论文 8 篇；获得 85 项专利授权和 71 项软件著作权，内容涵盖零部件、风电机组（含海上）和风电场在内的全产业链关键技术。

表 2：公司主持或参与的国家级重大科技研发项目

序号	项目名称	项目类别	起止时间	备注
1	风力发电系统中关键问题研究	973 计划	2010.12~2013.05	参与
2	风力发电系统辨识与自适应控制机理研究	973 计划	2012.01~2013.12	主持
3	兆瓦级变速恒频风电机组	863 计划	2001.11~2006.08	主持
4	1.5MW 风电机组智能控制技术及在线监测技术	863 计划	2007.12~2011.05	主持
5	大型风力发电机组独立变桨技术	863 计划	2009.06~2012.07	主持
6	750KW 风力发电机组研制	国家科技攻关计划	2002.01~2004.04	主持
7	双馈式变速恒频 1.5~2.5MW 风电机组研制	国家科技支撑计划	2006.12~2010.10	主持
8	7MW 级风电机组产业化关键技术研发	国家科技支撑计划	2012.01~2017.06	主持
9	风电机组智能控制技术研究及示范	国家科技支撑计划	2015.04~2017.12	主持
10	大型风电机组传动链测试技术研究	国家科技支撑计划	2015.04~2017.12	参与

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

产品囊括全系列风机，海上风机性能获认证。公司具备成熟的整机设计能力，可以减轻对零部件商的依赖、节约成本，迅速实现产品的优化升级，真正主导新产品的开发和迭代。公司目前已开发 750KW、1.5MW、2MW、2.5MW、5MW 等多个机型，产品最长在运时间超 18 年；公司开发完成的 5MW 海上风电机组样机，运行性能稳定可靠并取得了认证，未来有望投入商用。

提供风电开发全生命周期的技术支持服务。除质量可靠的产品外，公司还为客户提供贯穿风电场全生命周期的完整技术支持，提升客户服务的满意度。公司提供的差异化服务包括：1) 风资源评估团队提供前期风资源开发服务，包括风资源宏观选址、现场勘测、微观选址、机组选型和风场经济性设计等；2) 自主开发了“风电场监控管理系统（WindViewer）”、“运达风电信息系统（WindeyMIS）”、“运达风电场信息系统移动端（WindeyAeolus）”等系统平台提供风电场运行监测服务；3) 快速有效的售后服务，包括风电机组的运行维护、维修、技术升级改造。

图 22: 风电开发全生命周期的技术支持服务



资料来源：公司宣传册，华金证券研究所

3、公司在手订单饱满，市占率持续攀升

公司产品价格与同行业龙头公司相比具备竞争力：公司作为老牌风机厂商，产品在保证品质和服务的同时，售价更有竞争力。2015 年-2017 年，公司 1.5MW 风机价格较金风科技便宜 200-400 元/KW 左右，2.0MW 机型比金风科技便宜约 50-200 元/KW。2015 年-2018 年上半年，公司 2.5MW 机型交付数量较少，单品与金风科技价差较大，可比性较低。总体来看，公司产品质优价廉，受到客户的广泛认可，订单量和销售量持续提升。

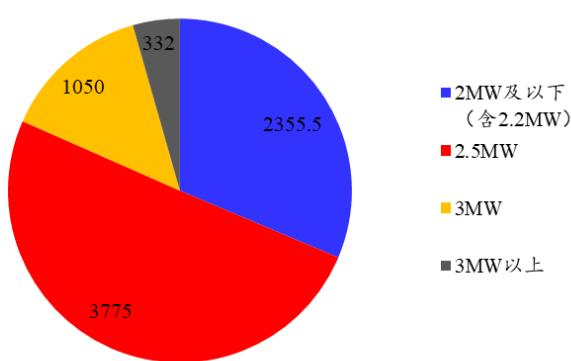
表 3: 运达风机具备价格优势（元/kW）

机型	公司	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
1.5MW	金风科技	3479	3642	3604	3472
	明阳智能	3251	2799	3196	3207
	运达股份	-	3286	3361	3327
2.0MW	金风科技	3444	3476	3568	3709
	明阳智能	3194	3252	3123	3111
	运达股份	3341	3436	3520	3513
2.5MW	金风科技	4227	4052	4127	4599
	明阳智能	-	5010	-	-
	运达股份	3319	2822	-	3357

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

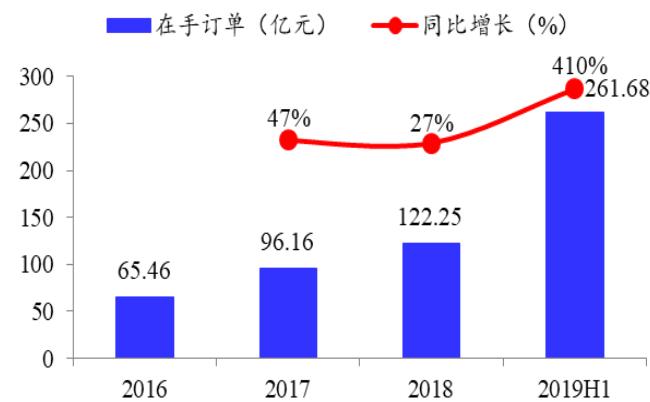
公司在手订单量持续增长，2019H1 订单同比增长 410%。在 2015 年抢装潮透支部分需求的背景下，行业装机量在 2016 年、2017 年出现下滑。但公司凭借产品质量的竞争力，公司经营业绩稳步提升，在手订单快速增长。据公司公告，2016 年-2019 年上半年，公司在手订单分别为 65.46 亿元、96.16 亿元、122.25 亿元和 261.68 亿元。2019 年上半年受益于风机抢装潮开启，订单同比增长高达 410%。

图 23: 2019 年 H1 公司各风电机组在手订单情况 (MW)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24: 公司风机组在手订单金额及增长率

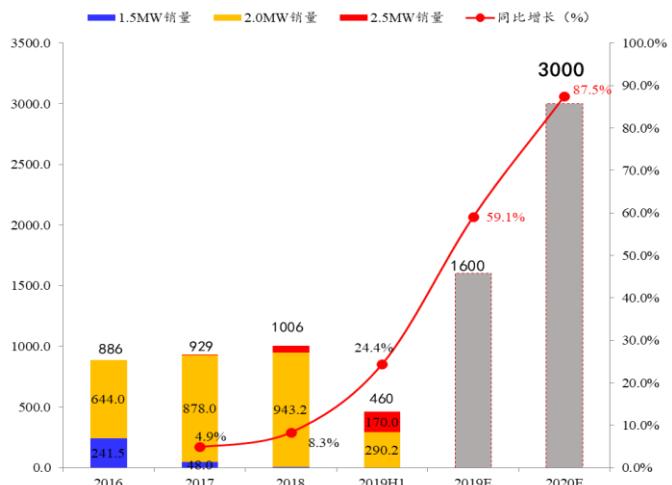


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2020 年公司风机销量有望超 3GW，同比增长有望超 70%。在国内风电新增并网下滑的大背景下，公司近几年的风机销售量稳步增长，且大容量风机销售占比增长较快。

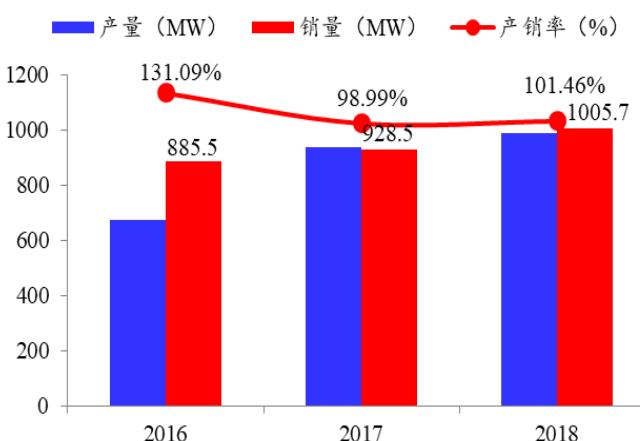
2016-2019 年上半年，公司实现销售 886MW、929MW、1006MW 和 460MW，尤其 2019H1 同比增长实现 24.4%。在今年下半年开始的风电抢装潮下，我们预计公司 2019 年和 2020 年风电机组销售实现 1600MW 和 3000MW，同比增长分别约为 59.1% 和 87.5%。

图 25: 公司各容量风机组销量及预测 (MW)



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 26: 公司风机组产销量级产销率 (%)

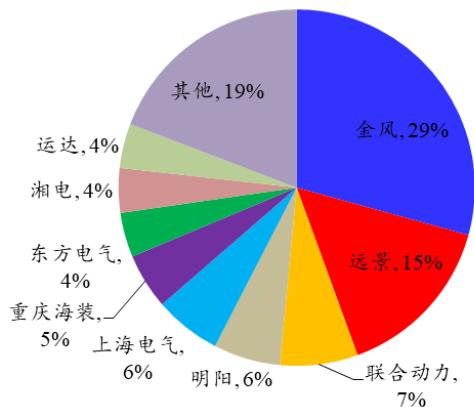


资料来源：公司公告，华金证券研究所

运达市占率持续攀升，2020 年有望进入前五。与 2017 年相比，国内风机领域 CR4 从 57% 提高至 68%，海外风机领域 CR4 从 53% 提高至 55%。由于全球经济下行，欧洲地区中小风机厂商关停，风机龙头往往具备更好的产品质量和售后服务。

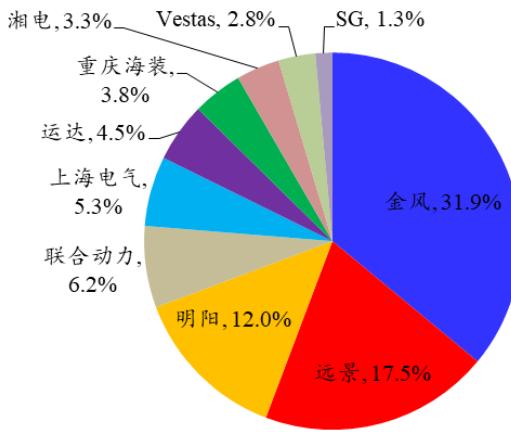
近几年国内风电市场装机份额排名中，运达股份排名逐年逆势上升，2018 年在全国新增风电装机容量排名第六，具有较高的行业影响力，我们预计公司 2020 年有望进入行业前五。

图 27: 2017 年风电供应商中国市场份额



资料来源: BNEF, 华金证券研究所

图 28: 2018 年风电供应商中国市场份额



资料来源: BNEF, 华金证券研究所

图 29: 2015 年-2017 年中国风电装机容量占比

序号	2017 年		2016 年		2015 年	
	制造商	占比	制造商	占比	制造商	占比
1	金风科技	26.6%	金风科技	27.1%	金风科技	25.20%
2	远景能源	15.4%	远景能源	8.6%	联合动力	10.00%
3	明阳智能	12.5%	明阳智能	8.4%	远景能源	8.20%
4	联合动力	6.7%	联合动力	8.2%	明阳智能	8.20%
5	重庆海装	5.9%	海装风电	7.8%	海装风电	6.80%
6	上海电气	5.7%	上海电气	7.4%	上海电气	6.30%
7	湘电风能	4.7%	湘电风能	5.3%	湘电风能	4.90%
8	运达风电	4.2%	东方电气	5.2%	东方电气	4.50%
9	东方电气	4.1%	运达风电	3.1%	运达风电	4.10%
10	华创风电	3.7%	华创风能	3.1%	三一重能	3.10%
11	三一重能	2.1%	三一重能	2.4%	中车风能	2.90%
12	中车风电	2.1%	维斯塔斯	2.2%	京城新能源	2.00%
13	Vestas	2.0%	歌美飒	2.1%	华创风能	2.00%
14	许继风电	0.9%	中车风能	2.0%	太原重工	1.70%
15	GE	0.8%	京城新能源	1.3%	华仪风能	1.70%
...	合计	100%	合计	100%	合计	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, CWEA, 华金证券研究所

4、手握主流核心客户，现金流较好

凭借良好的品牌形象和优异的产品质量，公司与华能新能源股份有限公司、中国电力建设集团有限公司、中国三峡新能源有限公司、中国广核集团有限公司、华润电力控股有限公司等电力集团建立了长期合作关系。公司客户多为国企，这从另一方面显示公司产品质量的优良。

目前国内风电装机容量靠前的主要是国能投、国电投、大唐、华润、华能、中广核、中电建、国家电网等，未来行业发展趋势也是以央企为主的公司持有风电场。

表 4：2018 年公司前十大客户

企业名称	销售额（亿元）	占营业收入比例（%）
中国电力建设集团	5.83	17.61%
中国华能集团	4.95	14.96%
华润电力控股	4.34	13.12%
中国能源建设股份	3.80	11.46%
中国广核集团	2.97	8.96%
中国再生能源投资	2.43	7.35%
中国三峡新能源	1.86	5.63%
新天绿色能源股份	1.73	5.22%
中天万和能源投资	1.63	4.92%
国家电力投资集团	1.32	3.98%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

核心原材料进口，产品质量行业领先，核心客户对公司评价较高。公司具有稳定的原材料供应，自从 2017 年开始前十大供应商没有变化，能够满足公司优质原材料需求。第一大供应商，南京高精传动设备制造有限公司是全球领先的风电传动设备制造商之一，主要供应齿轮箱、偏航驱动、变桨驱动等，占公司总采购的 17.91%。第二大供应商为中国中车股份有限公司（主要是其子公司：株洲时代新材料科技股份有限公司、西安中车永电捷力风能有限公司），其主要供应桨叶、弹性支撑、发电机等，占公司总采购的 11.78%。

表 5：2018 年公司前十大供应商

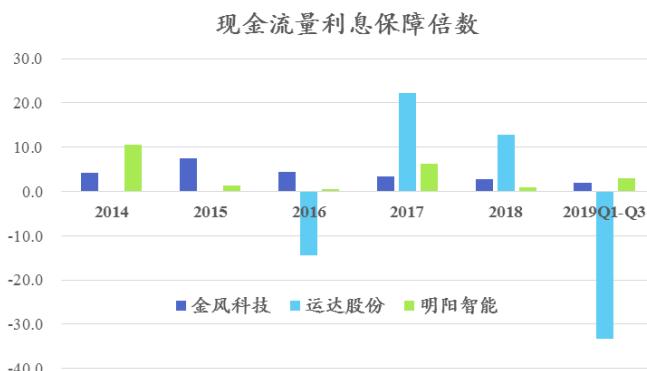
企业名称	采购内容	销售额（亿元）	所占比例（%）
南京高精传动设备制造有限公司	齿轮箱、偏航驱动、变桨驱动等	4.36	17.91%
中国中车股份有限公司	桨叶、弹性支撑、发电机等	2.87	11.78%
中材科技风电叶片股份有限公司	桨叶	2.62	10.74%
中科宇能科技发展有限公司	桨叶	1.43	5.88%
江苏吉鑫风能科技股份有限公司	轮毂、轴承座组件、主机架等	1.09	4.46%
成都天马铁路轴承有限公司	变桨轴承、偏航轴承	1.00	4.11%
浙江省机电集团有限公司	主轴/主轴组件、偏航制动盘、风轮锁紧盘等	0.83	3.41%
远东电缆有限公司	动力电缆、控制电缆、信号线等	0.71	2.92%
西安盾安电气有限公司	发电机、弹簧片等小配件	0.66	2.70%
固安华电天仁控制设备有限公司	变桨控制系统、变桨系统弹性支撑等	0.62	2.56%

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司产品因性能稳定，客户认可度不断提高，在本轮国内风电行业第二次的发展高峰中，将抓住更多市场机会。在核心客户华润、华能、中广核的风场中，公司均有机型排名靠前。央企在收购存量风场时，使用公司风机机型的风场能够有一定的溢价。

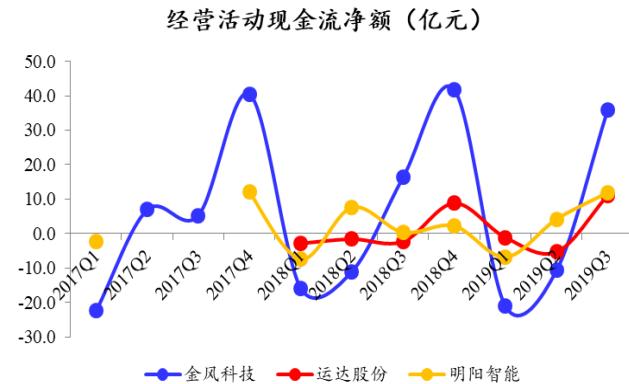
核心客户带来的现金流较好，现金流量利息保障倍数较高。得益于核心客户均是央企，公司现金流较好，现金流利息保障倍数高于同行。2019Q1-Q3 保障倍数为负值主要是因为利息费用为负值。从季度的现金流净额来看，公司现金流起伏和同行业公司保持一致。在收入规模小于同行业公司的情况下，公司经营活动的现金流净额能够达到与同行业公司明阳智能基本一致。

图 30：现金流量利息保障倍数



资料来源：BNEF，华金证券研究所

图 31：公司经营活动现金流对比

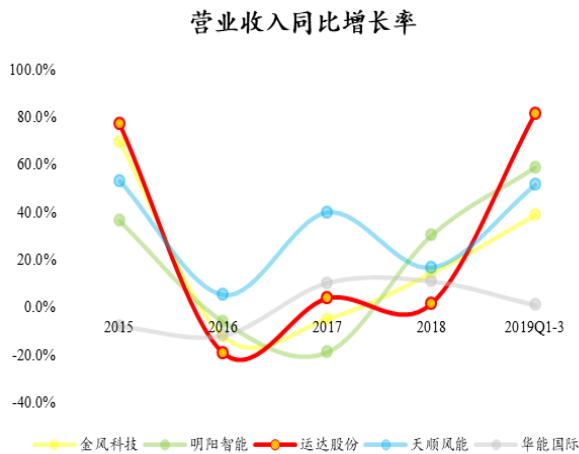


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

1、可比公司财务数据——运达股份业绩弹性较大

图 32：可比公司营业收入同比增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所测算

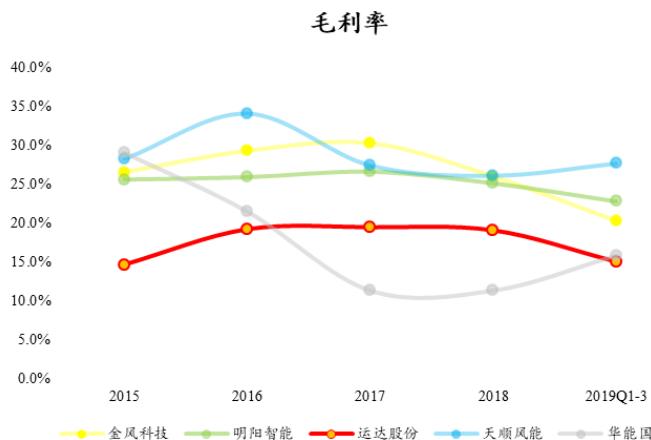
图 33：可比公司扣非归母净利润增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

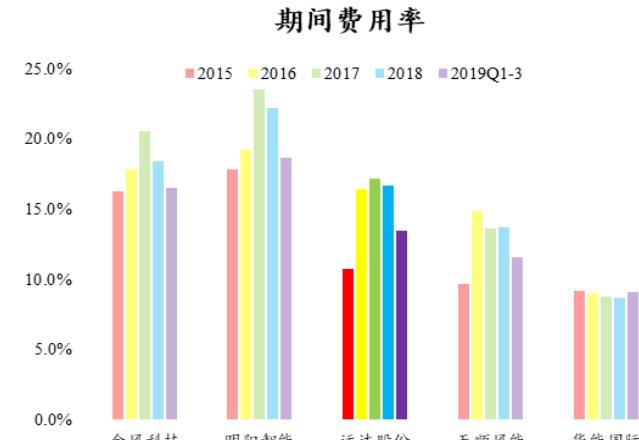
从公司营业收入增长率和扣非归母净利润增长率来看，公司业绩弹性较大。公司是纯风机企业，业务收入超 95% 来自于风机销售，公司收入盈利弹性明显比其他企业要大，2019 年风电抢装周期开始，行业整体营业收入同比增长率处于上行阶段，预计公司未来的收入弹性将继续领先行业。

图 34：可比公司毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

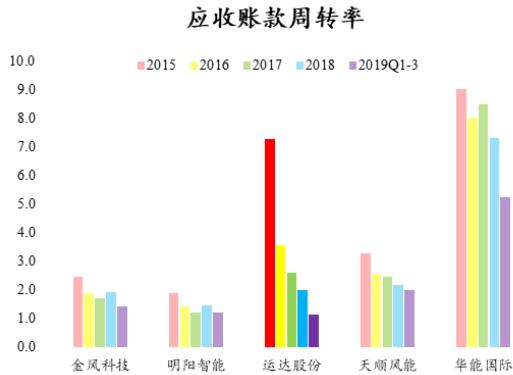
图 35：可比公司期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

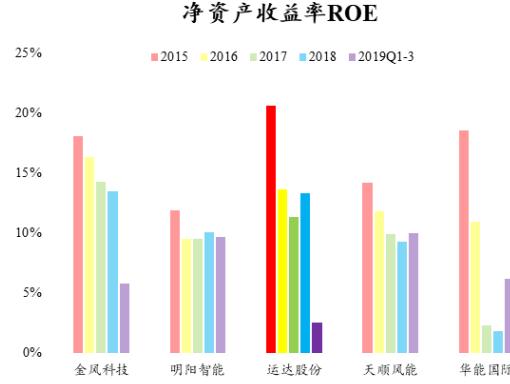
公司期间费用率处于行业平均水平，2015 年处于最低 10.8%，然后缓慢上升再下降到今年的 13.5%，但公司毛利率低于行业平均水平，一直维持在 20%以下，主要是因为公司是纯风机业务，其他公司具有发电业务，能够拉升毛利率。从历年数据来看，行业整体费率自 2017 年来缓慢下降，行业毛利率也在缓慢下降。

图 36：可比公司应收账款周转率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 37：可比公司净资产收益率对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司应收账款周转率下降明显，从 2015 年的 7.3 次下降到 2019 年前三季度的 1.1 次，说明公司的应收账款在行业下行时账期变长。从同行业比较来看，公司应收账款周转率变动幅度较大，对行业的景气与否更加敏感，账期弹性较大。

公司净资产收益率波动较大，主要也是因为公司是纯风机主营业务，与风机市场景气度关联性比其他企业要大，因此随着今年下半年开始的抢装潮的开始，预计公司净资产收益率会显著提升，高于行业平均水平。

2、盈利预测

我们做如下假设：

1、产能假设：公司目前拥有杭州临平、河北张北、宁夏吴忠三个生产基地，未来公司还将在2020年底完成基地智能化改造项目，主要是针对对公司三大生产基地进行改造，使公司具备生产日趋大型化产品（包括3.0MW、5.0MW）的能力。考虑到公司2019年中报披露的7.5GW的在手订单，假设公司2019-2021年风机产量分别为1.6GW、3.0GW、2.7GW。

2、产品单价及毛利率假设：由于风电景气度上行，国内各机组公开投标均价日益攀升，毛利率也稳定增长。假设公司未来1.5MW风机不在生产，主要产品是2.0MW和2.5MW风机产品，假设价格与毛利率如下表所示。

3、发电业务假设：虽然目前公司发电业务占比非常小，假设2020年公司建成昔阳皋落一期项目（50MW）进行发电业务，发电小时数约2300小时，预计2020-2021年发电收入2.8亿元、6.9亿元。

表6：运达股份业绩测算表

		2017A	2018A	2019H1	2019E	2020E	2021E
2.0MW	收入（亿元）	30.2	30.4	9.1	25.2	35.5	27.2
	增速	33.1%	0.9%	-24.7%	-17.2%	40.9%	-23.4%
	外销（GW）	0.88	0.94	0.29	0.8	1.0	0.8
	单价（元/kW）	3436	3,226	3,119	3150	3550	3400
	毛利率（%）	19.7%	19.3%	13.6%	14.3%	16.3%	14.1%
2.5MW	收入（亿元）	0.1	1.7	4.9	14.8	68.0	59.4
	增速		2385.7%	1383.9%	747.7%	361.0%	-12.6%
	外销（GW）		0.06	0.17	0.5	2.0	1.8
	单价（元/kW）		3,164	2,894	2950	3400	3300
	毛利率（%）		20.8%	10.3%	11.9%	14.4%	13.6%
1.5MW	收入（亿元）	1.58	0.21				
	增速	-80.5%	-86.7%				
	外销（GW）	0.05	0.01				
	单价（元/kW）	3286	2735				
	毛利率（%）	14.1%	-14.3%				
发电	收入（亿元）	0.03	0.03			2.8	6.9
	运营规模（GW）					0.2	0.5
	昔阳项目-发电小时数				-	2300	2300
合计	营业收入（亿元）	32.6	33.1	14.8	41.6	107.2	95.8
	增速	3.9%	1.7%	17.3%	25%	158%	-11%
	综合毛利率（%）	19.4%	19.1%	15.3%	15.2%	16.2%	18.5%

资料来源：Wind，华金证券研究所测算

基于以上的假设，预计运达股份2019-2021年的归母净利润分别为0.95亿元、4.02亿元、5.08亿元，对应EPS分别为0.32元、1.37元、1.73元。我们分别选取风机的对标公司金风科技、明阳智能、天顺风能和华能国际。对标公司的Wind一致的盈利预测及对应PE如下：

表 7：风机行业公司盈利及估值情况

代码	名称	EPS				PE				20190103 股价
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
002202.SZ	金风科技	0.90	0.69	1.03	1.24	11.0	18.2	12.2	10.2	12.56
601615.SH	明阳智能	0.39	0.48	0.76	0.97	-	25.7	16.3	12.7	12.32
002531.SZ	天顺风能	0.26	0.43	0.55	0.66	16.9	16.0	12.4	10.4	6.86
600011.SH	华能国际	0.09	0.38	0.49	0.59	80.5	14.8	11.5	9.6	5.64
平均 PE						36.1	18.7	13.1	10.7	
300772.SZ	运达股份	0.41	0.32	1.37	1.73	42.7	54.7	12.8	10.1	17.50

资料来源: Wind, 华金证券研究所

3、投资建议

我们预测公司 2019 年-2021 年每股收益分别为 0.32 元、1.37 元、1.73 元，分别对应 53.8 倍、12.7 倍、10.1 倍的动态市盈率，净资产收益率分别为 8.6%、26.9%、25.8%，维持“买入-A” 的投资评级。

五、风险提示

- 1、订单确认不及预期；
- 2、风机价格大幅下滑；
- 3、风电行业政策发生不利变化；
- 4、供应商不能及时供货和核心部件大幅提价风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,257.2	3,311.8	4,154.5	10,716.7	9,579.3	年增长率					
减:营业成本	2,623.9	2,680.6	3,523.6	8,975.9	7,810.2	营业收入增长率	3.9%	1.7%	25.4%	158.0%	-10.6%
营业税费	17.7	21.1	20.2	59.6	53.7	营业利润增长率	17.6%	22.3%	-17.9%	366.5%	26.5%
销售费用	331.6	356.9	394.7	1,012.7	929.2	净利润增长率	-9.5%	27.6%	-20.9%	322.6%	26.3%
管理费用	51.2	50.0	124.6	217.3	208.7	EBITDA增长率	12.6%	-3.9%	-34.7%	198.2%	22.9%
财务费用	44.6	19.3	11.3	4.3	-1.0	EBIT增长率	12.7%	-5.5%	-49.4%	323.0%	25.1%
资产减值损失	8.6	5.1	30.0	10.0	8.0	NOPLAT增长率	69.4%	3.2%	-30.7%	323.0%	25.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.2%	19.8%	147.7%	48.9%	14.9%
投资和汇兑收益	8.7	22.1	50.0	30.0	20.0	净资产增长率	3.1%	14.2%	15.7%	34.4%	31.8%
营业利润	99.7	121.9	100.1	466.8	590.4	盈利能力					
加:营业外净收支	2.9	2.5	11.7	5.7	6.6	毛利率	19.4%	19.1%	15.2%	16.2%	18.5%
利润总额	102.6	124.3	111.8	472.5	597.1	营业利润率	3.1%	3.7%	2.4%	4.4%	6.2%
减:所得税	8.4	4.0	16.8	70.9	89.6	净利润率	2.9%	3.6%	2.3%	3.8%	5.3%
净利润	94.3	120.4	95.2	402.1	508.0	EBITDA/营业收入	9.1%	8.6%	4.5%	5.2%	7.1%
资产负债表						EBIT/营业收入	7.1%	6.6%	2.7%	4.4%	6.2%
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
货币资金	839.5	1,340.3	3,523.8	5,424.6	6,652.4	资产负债率	85.5%	85.4%	89.9%	88.4%	86.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	590.1%	585.3%	890.7%	762.5%	620.5%
应收帐款	1,446.9	1,963.6	2,883.4	2,475.0	2,314.6	流动比率	0.82	0.90	0.96	0.99	1.04
应收票据	228.3	200.8	145.4	211.8	320.4	速动比率	0.64	0.74	0.77	0.79	0.83
预付帐款	8.8	10.1	8.1	43.3	3.3	利息保障倍数	5.22	11.39	9.84	109.22	-571.68
存货	803.2	757.0	1,787.8	2,201.5	2,351.0	营运能力					
其他流动资产	304.5	95.9	534.8	311.7	314.2	固定资产周转天数	67	63	49	19	21
可供出售金融资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	流动营业资本周转天数	-141	-165	-226	-149	-211
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	370	435	574	328	425
长期股权投资	122.0	150.7	150.7	150.7	150.7	应收帐款周转天数	82	185	210	90	90
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	94	85	110	67	86
固定资产	584.5	567.3	562.5	568.8	558.3	总资产周转天数	597	674	763	402	509
在建工程	20.6	69.1	71.4	102.9	142.0	投资资本周转天数	-103	-131	-199	-137	-196
无形资产	41.3	39.6	36.9	34.3	31.7	费用率					
其他非流动资产	1,413.6	1,400.1	1,321.5	1,377.1	1,365.5	销售费用率	10.2%	10.8%	9.5%	9.5%	9.7%
资产总额	5,813.8	6,594.9	11,026.9	12,902.1	14,204.6	管理费用率	1.6%	1.5%	3.0%	2.0%	2.2%
短期债务	225.0	175.0	200.0	200.0	200.0	财务费用率	1.4%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%
应付帐款	2,330.5	2,123.1	2,832.7	3,305.3	3,341.5	三费/营业收入	13.1%	12.9%	12.8%	11.5%	11.9%
应付票据	1,435.0	1,894.1	2,999.8	3,482.8	3,893.5	投资回报率					
其他流动负债	453.4	676.5	3,212.9	3,734.5	4,101.1	ROE	11.2%	12.5%	8.6%	26.9%	25.8%
长期借款	83.6	225.2	200.0	200.0	200.0	ROA	1.6%	1.8%	0.9%	3.1%	3.6%
其他非流动负债	443.8	538.8	468.4	483.7	497.0	ROIC	-17.2%	-12.4%	-7.2%	-12.3%	-10.3%
负债总额	4,971.3	5,632.6	9,913.8	11,406.3	12,233.1	分红指标					
少数股东权益	0.7	0.6	0.5	0.1	-0.5	DPS(元)	-	-	0.05	0.06	0.11
股本	220.5	220.5	294.0	294.0	294.0	分红比率	0.0%	0.0%	14.1%	4.7%	6.3%
留存收益	616.5	736.9	818.6	1,201.8	1,678.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%
股东权益	842.4	962.3	1,113.1	1,495.8	1,971.5	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	94.2	120.3	95.2	402.1	508.0	EPS(元)	0.32	0.41	0.32	1.37	1.73
加:折旧和摊销	64.3	65.9	75.1	84.9	93.9	BVPS(元)	2.86	3.27	3.78	5.09	6.71
资产减值准备	8.6	5.1	-	-	-	PE(X)	54.3	42.5	53.8	12.7	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.1	5.3	4.6	3.4	2.6
财务费用	21.3	21.7	11.3	4.3	-1.0	P/FCF	20.2	10.5	2.5	2.6	4.1
投资损失	-8.7	-22.1	-50.0	-30.0	-20.0	P/S	1.6	1.5	1.2	0.5	0.5
少数股东损益	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	EV/EBITDA	6.4	5.5	4.0	-2.2	-3.6
营运资金的变动	-1,762.8	383.3	2,021.4	1,576.5	764.7	CAGR(%)	62.2%	61.6%	-2.9%	62.2%	61.6%
经营活动产生现金流量	-1,583.2	574.2	2,152.9	2,037.5	1,345.1	PEG					
投资活动产生现金流量	552.7	205.3	2,152.9	2,037.5	1,345.1	ROIC/WACC	0.9	0.7	-18.3	0.2	0.2
融资活动产生现金流量	-386.9	-81.1	-20.0	-90.0	-100.0						

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索、林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn