

运达股份（300772）：风机交货提速，拟于云南设产业基地

——动态跟踪

风机主业交货加速，着眼长期发展研制新机型。我们根据国家能源局发布数据测算，2020 年三季度中国大陆新增风电并网 6.74GW，同比增长 68.9%，建设与并网提速，我们维持全年新增并网 36GW 的预判。公司 2020 年三季度营业收入（34.11 亿元）接近上半年营业收入（35.41 亿元），交货呈加速之象。我们判断，全年交货有望超过 3GW，同比翻番。结合此前中报披露，以平价大基地为目标市场的 4.5MW 机组已获得并网案例；5.X MW 机组平台研发被列入在建工程；7MW 级风电机组产业化关键技术研发和 5MW 海上风电机组及部件关键技术研发获得政府补助。我们认为，这些将为公司迎接未来市场变化提供重要的产品与研发储备。

加大风电运营业务投入。获准注册的可转债拟投入 3.242 亿元募集资金用于昔阳阜落风电场二期 50MW 项目建设；结合此前公告与公司官网披露，我们预计，公司所持并网风电运营容量将由 2019 年底的 5MW 大幅提升至 2021 年底的 205MW（权益容量 185MW），有助业务结构优化。

拟于云南设立生产基地。据公司官网披露，公司与云南能投新能源签署产业园投资合作协议，云南能投风电装备制造产业园将成为公司西南地区首个生产基地。据国家能源局发布，云南 2019 年风电并网运行利用小时数为 2,808h，较中国大陆地区平均数（2,082h）高出 726h，居各省区之首。据云南省网上新闻发布厅（2020.9.1）发布，云南“十四五”期间拟建成 8GW 风电项目。我们认为，云南产业基地建设如推进顺利，将有助公司开发云南等西南地区市场，以及拓展东南亚等海外市场。

维持“推荐”评级：我们预计，公司将于 2020-2022 年实现盈利 1.20 亿元、1.71 亿元、1.88 亿元，对应当前股本下 EPS 0.41 元、0.58 元、0.64 元，对应 2020.11.4 收盘价 39.5 倍、27.8 倍、25.3 倍 P/E。

风险提示：风电项目建设，以及公司业务发展与成本管控，或不达预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,311.77	5,010.26	9,840.44	11,416.34	11,200.10
增长率（%）	1.68%	51.29%	96.41%	16.01%	-1.89%
归母净利润（百万元）	120.37	106.57	120.34	171.14	187.57
增长率（%）	27.62%	-11.46%	12.91%	42.22%	9.60%
净资产收益率（%）	13.35%	8.60%	7.74%	10.40%	10.67%
每股收益（元）	0.41	0.36	0.41	0.58	0.64
P/E	39.46	44.57	39.48	27.76	25.33
P/B	4.94	3.13	2.98	2.80	2.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020 年 11 月 05 日

推荐/维持

运达股份

公司报告

公司简介：

公司主营风机制造与风电场运营。

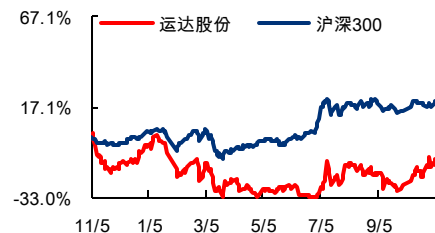
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020 年 Q4 预计完成可转债发行

交易数据

52 周股价区间（元）	18.84-12.25
总市值（亿元）	47.5
流通市值（亿元）	25.03
总股本/流通 A 股（万股）	29,396/15,487
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.64

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liy sh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

收入与成本预测

我们对公司 2019-2022 年的收入与毛利率统计与预测，如表 1 所示。

公司曾于 2020 年中报披露，截至 6 月底在手订单 6.97GW，相当于 2019 年销量（1.53GW）的 4.56 倍，我们判断大多将于未来两年内交付。据公司《招股说明书》（2019.4.16 版）披露，公司在杭州余杭区（临平）、河北张北、宁夏吴忠设有生产基地。据公司官网与官方微信公众号（2020.9.26）披露，公司与云南能投新能源签署产业园投资合作协议，云南能投风电装备制造产业园将成为公司西南地区首个生产基地，相关报道如图 1 所示。我们认为，云南产业基地建设如推进顺利，将有助于公司开发云南等西南地区市场，以及拓展东南亚等海外市场。结合行业变化趋势与公司发展方略，我们判断，公司 2020~2022 年将分别交付风机 3.05GW、3.46GW、3.36GW，批量供货的单机容量一般在 2.0~4.5MW 之间。如公司后续对于中国西南市场与越南等海外市场的拓展不达预期，实际交付量存在低于我们预测量的风险。

根据公司 2020 年中报披露的子公司情况，我们判断，公司已于浙江（平湖、温岭、德清）、山西（左权、昔阳、武乡）、河北（张北）、陕西（绥德）和山东（禹城）设立多个风电运营类项目公司；结合公告与官网报道，我们进一步判断，截至 2020 年 11 月 4 日，在运风电并网项目有 55MW（5MW 试验机组和昔阳皋落一期 50MW），在建风电并网项目有 150MW（昔阳皋落二期 50MW、张北二台 50MW、禹城茈河 50MW），如建设顺利，公司所持并网风电运营容量将由 2019 年底的 5MW 大幅提升至 2021 年底的 205MW（权益容量 185MW），一定程度上有助业务结构优化。据中报披露，公司 2020 上半年新签新能源发电开发协议 2.2GW（风电 1.4GW、光伏 0.8GW）；谨慎起见，我们当前的盈利预测中，暂未考虑无开工建设信息披露的其他项目。

表 1：公司分项业务收入与成本预测（至 2022 年）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,010.26	9,840.44	11,416.34	11,200.10
年增速		96.41%	16.01%	-1.89%
综合毛利率	17.15%	13.11%	14.13%	14.82%
风机				
营业收入（百万元）	4,856.43	9,720.30	11,179.82	10,899.57
年增速		100.15%	15.02%	-2.51%
毛利率	16.64%	13.10%	13.57%	13.89%
发电				
营业收入（百万元）	2.09	20.14	136.52	200.53
年增速		865.30%	577.82%	46.89%
毛利率	-130.00%	8.50%	60.00%	65.00%
非主营业务				
营业收入（百万元）	151.74	100.00	100.00	100.00
年增速		-34.10%		
毛利率	37.37%	14.80%	14.80%	14.80%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

图1：公司与云南能投新能源签署产业园投资合作协议（官方报道截屏）



资料来源：公司官方微信公众号（2020.9.26），东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元		利润表		单位：百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
货币资金	1,340.35	3,547.16	3,092.91	3,246.90	2,856.83	营业收入	3,311.77	5,010.26	9,840.44	11,416.34	11,200.10			
应收票据	200.77	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	2,680.64	4,151.21	8,550.54	9,802.79	9,540.75			
应收账款	1,932.45	2,598.66	2,400.00	2,784.35	2,731.61	营业税金及附加	21.15	21.79	15.00	28.00	27.47			
应收款项融资	0.00	51.09	4.40	4.40	4.40	营业费用	356.92	563.89	897.09	1,040.00	1,072.00			
预付款项	10.06	298.21	614.24	704.20	685.38	管理费用	49.99	42.94	51.53	59.79	58.65			
其他应收款	31.11	39.89	78.35	90.89	89.17	财务费用	19.31	-19.72	-87.44	-32.95	-27.38			
存货	756.97	2,047.88	4,218.17	4,835.93	4,706.66	研发费用	127.40	182.80	359.03	416.53	408.64			
一年内到期非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	加：其他收益	48.63	50.41	78.00	90.49	88.78			
其他流动资产	95.93	141.40	171.47	192.21	182.44	投资收益	22.09	4.00	15.00	18.00	20.00			
流动资产合计	4,367.64	8,724.30	10,579.55	11,898.88	11,256.49	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	2,227.29	2,838.58	3,463.79	3,879.83	4,297.08	减：资产及信用减值损失	5.13	11.07	15.00	17.40	17.07			
资产总计	6,594.93	11,562.88	14,043.34	15,738.71	15,553.57	资产处置收益	-0.06	-0.00	0.00	0.00	0.00			
短期借款	175.00	30.04	5.01	5.74	5.59	营业利润	121.88	110.68	132.68	192.52	211.57			
应付票据	1,894.06	3,128.63	5,685.09	6,517.68	6,343.46	营业外收入	2.65	2.46	5.00	5.30	5.50			
应付账款	2,094.88	2,721.82	5,606.32	6,427.38	6,255.57	营业外支出	0.18	0.36	0.88	0.52	0.81			
预收款项	465.50	3,394.33	0.00	0.00	0.00	利润总额	124.35	112.78	136.80	197.30	216.26			
应付职工薪酬	29.23	31.65	32.50	37.70	36.99	所得税	4.04	6.20	16.42	24.66	26.49			
应交税费	34.45	11.58	22.74	26.38	25.88	净利润	120.30	106.58	120.39	172.64	189.77			
其他应付款	28.20	72.63	149.61	171.52	166.94	少数股东损益	-0.07	0.00	0.05	1.50	2.20			
一年内到期非流动负债	60.00	0.00	0.00	20.00	6.67	归属母公司净利润	120.37	106.57	120.34	171.14	187.57			
其他流动负债	87.29	58.54	73.99	73.99	73.99	主要财务比率	单位：百万元							
流动负债合计	4,868.60	9,449.22	11,575.26	13,280.40	12,915.09		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
非流动负债合计	764.03	587.14	825.47	706.31	765.89	成长能力								
负债合计	5,632.63	10,036.36	12,400.73	13,986.71	13,680.97	营业收入增速	1.68%	51.29%	96.41%	16.01%	-1.89%			
股本	220.47	293.96	293.96	293.96	293.96	营业利润增速	22.30%	-9.19%	19.88%	45.10%	9.90%			
资本公积	313.24	681.01	681.01	681.01	681.01	归母净利润增速	27.62%	-11.46%	12.91%	42.22%	9.60%			
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力								
其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	19.06%	17.15%	13.11%	14.13%	14.82%			
专项储备	4.33	2.64	3.49	3.06	3.28	净利率(%)	3.63%	2.13%	1.22%	1.51%	1.69%			
盈余公积	52.96	61.07	61.07	61.07	61.07	总资产净利率(%)	1.94%	1.17%	0.94%	1.16%	1.21%			
未分配利润	370.66	478.20	553.07	659.56	776.27	ROE(%)	13.35%	8.60%	7.74%	10.40%	10.67%			
归母所有者权益合计	961.66	1,516.88	1,592.60	1,698.67	1,815.59	偿债能力								
少数股东权益	0.63	9.63	50.00	53.33	57.00	资产负债率(%)	85.41%	86.80%	88.30%	88.87%	87.96%			
所有者权益合计	962.30	1,526.52	1,642.60	1,752.00	1,872.59	流动比率	0.90	0.92	0.91	0.89	0.87			
负债和所有者权益总计	6,594.93	11,562.88	14,043.34	15,738.71	15,553.57	速动比率	0.74	0.71	0.55	0.53	0.51			
现金流量表						单位：百万元		营运能力						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		总资产周转率	0.53	0.55	0.77	0.77	0.72		
经营活动现金流入小计	3,155.95	6,457.39	9,753.29	12,699.3	12,899.7		应收账款周转率	1.98	2.21	3.94	4.40	4.06		
经营活动现金流出小计	2,950.62	5,021.50	8,415.29	10,943.1	12,213.6		应付账款周转率	1.22	1.72	2.05	1.63	1.50		
经营活动产生净现金流	205.34	1,435.89	1,338.00	1,756.18	686.11	每股指标(元)								
投资活动产生净现金流	-81.14	10.12	-429.52	-303.16	-309.49		每股收益(摊薄)	0.41	0.36	0.41	0.58	0.64		
筹资活动产生净现金流	127.60	1.00	-4.14	-271.99	-166.77		每股净现金流(摊薄)	0.86	4.92	3.08	4.02	0.71		
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		每股净资产(摊薄)	3.27	5.16	5.42	5.78	6.18		
现金及等价物净增加额	251.80	1,447.01	904.34	1,181.02	209.86	估值比率								
期初现金及等价物余额	657.09	908.88	2,355.89	3,260.23	4,441.25		P/E	39.46	44.57	39.48	27.76	25.33		
期末现金及等价物余额	908.88	2,355.89	3,260.23	4,441.25	4,651.11		P/B	4.94	3.13	2.98	2.80	2.62		

注：表中“资产及信用减值损失”项目，损失为正。

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526