

2020 年 11 月 29 日

## 运达转债：风机领先企业 业绩营收持续增长

### 事件

- **运达转债（123079.SZ）于 12 月 01 开始网上申购：**总发行规模为 5.77 亿元，存续期为自发行之日起六年。所募集资金到位后，公司将按照实际资金需求投入募集资金 32,420.00 万元用于昔阳县皋落风电场二期 50MW 工程项目、7,970.00 万元用于智能型风电机组产品系列化开发项目、17,310.00 万元用于补充流动资金。
- **运达转债条款中规中矩；上市价格预计在 112-117 元之间：**转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，股价为 15.31 元/股。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”，条款中规中矩。以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.91%（11/27）计算，纯债价值为 86.77 元，债底保护性尚可。按照 11 月 27 日运达的收盘价为 14.99 元，转换平价为 97.91 元，平价溢价率为 2.13%。根据 2020 年 11 月 27 日运达收盘价 14.99 元计算，初始转换平价为 97.91 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计运达转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。根据相对价值法估计运达转债上市价格约 112 元到 117 元之间，建议投资者积极参与。

### 观点

- **政策加速执行，行业景气持续。**自 2019 年 5 月国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》以及《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》等政策陆续实施以来，分散式风电项目获得国家大力支持，并逐步纳入分布式发电市场化交易范围。风电电价下调并逐步过渡到平价上网已成趋势，存量项目加速执行，风电行业进入景气周期。我国风电行业将从 2021 年正式进入平价时代，随着平价时代的到来，装机需求的波动将使风机行业面临较大的发展压力。
- **公司营收持续增长，大力发展战略技术。**运达股份主营业务突出，风机产销为收入的主要来源（约为 96%）。公司拥有较强的技术实力，是中国最早从事风力发电技术研究的企业，掌握风电机组核心控制策略、完善的自主知识产权。近年来行业地位稳步提升，2019 年新增吊装容量市场占有率达到全国第四。并且公司机型种类丰富，大力发展战略技术，2020 年公司大功率风机（2.5MW、3MW）营收、销量提升显著。公司已与国内主要大型电力企业建立稳定合作关系，截至 2019 年末在手订单装机容量 731.59 万千瓦时，合同总价 258.11 亿元，充足的订单储备有利于经营业绩保持。
- **营业收入逐年增长，但短期面临资金周转压力。**营业收入逐年增加，近年来大幅增长，2019 年实现营业总收入 50.10 亿元，同比增长 51.3%；2020 年 Q1-Q3 季度营业收入 69.52 亿元，同比增长 156.7%。利润方面，2020 年 Q1-Q3 季度实现归母净利润 0.66 亿元，同比上升 1%。经营活动现金流保持净流入，但波动性较大；债务规模较大且主要为短期债务，但应付票据占比大，利息成本低，经营活动净现金流对债务利息覆盖良好。
- **管理和财务费用持续下降，销售费用波动较大。**公司销售费用主要包括运输装卸费、售后运维费以及职工薪酬等，随着业务规模扩大，以及 2019 年桨叶运输基本由公司自行负责，销售费用呈现较快增长趋势；管理费用主要为职工薪酬等近年变动较小，但持续的研发投入使其研发费用保持在较大规模；2019 年公司实现上市融资，带息债务减少，加之富余资金带来的大规模利息收入，使其 2019 年来财务费用为负。公司营业总收入提升，导致费用率下降。
- **风险提示：**政策风险，财务杠杆比率处于高位，产业竞争加剧。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

### 相关研究

- 1、《固收点评 20201127：工业企业盈利恢复态势进一步巩固，累计利润增长由负转正》  
2020-11-28
- 2、《固收点评 20201126：飞凯转债：化学品领先企业，诸多热点概念助力腾飞——转债投资价值分析》2020-11-27
- 3、《固收点评 20201127：2020 年 3 季度货币政策执行报告点评：稳健性政策更加灵活，结构性调控基调持续》2020-11-27
- 4、《固收周报 20201125：全球股市迎来大幅净流入，两周合计超 700 亿美元——股债资金流向双周报（2020 年第八期）》  
2020-11-26
- 5、《固收月报 20201123：全球谨慎增量宽松，基本面修复需时日》2020-11-24

## 内容目录

|                |   |
|----------------|---|
| 1. 转债信息 .....  | 3 |
| 2. 基本面分析 ..... | 5 |
| 3. 风险提示 .....  | 8 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1: 2020H1 公司主营业务构成 .....                    | 6 |
| 图 2: 2018-2020H1 公司大功率风机营收 (单位: 亿元) .....     | 6 |
| 图 3: 2015-2020Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元) .....   | 6 |
| 图 4: 2015-2020Q1-3 归母净利润率 (单位: 亿元) .....      | 6 |
| 图 5: 2015-2020Q1-3 资产负债率及经营净现金流 (单位: %) ..... | 7 |
| 图 6: 2015-2020Q1-3 三大费用率 .....                | 7 |

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 表 1: 运达转债发行认购时间表 .....             | 3 |
| 表 2: 运达转债基本条款 .....                | 3 |
| 表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....         | 4 |
| 表 4: 债性和股性指标 .....                 | 4 |
| 表 5: 相对价值法预测飞凯转债上市价格 (单位: 元) ..... | 4 |

## 1. 转债信息

表 1: 运达转债发行认购时间表

| 时间  | 日期               | 发行安排  |
|-----|------------------|---|
| T-2 | 2020 年 11 月 27 日 | 刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》                                |
| T-1 | 2020 年 11 月 30 日 | 网上路演；<br>原股东优先配售股权登记日   |
| T   | 2020 年 12 月 1 日  | 发行首日<br>刊登《发行提示性公告》；<br>原股东优先配售认购日（缴付足额资金）；<br>网上申购（无需缴付申购资金）；<br>确定网上中签率 |
| T+1 | 2020 年 12 月 2 日  | 刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；<br>网上申购摇号抽签   |
| T+2 | 2020 年 12 月 3 日  | 刊登《网上中签结果公告》<br>网上中签缴款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金）                     |
| T+3 | 2020 年 12 月 4 日  | 保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额   |
| T+4 | 2020 年 12 月 7 日  | 刊登《发行结果公告》  |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2: 运达转债基本条款

|        |   |           |                              |
|--------|---|-----------|------------------------------|
| 转债名称   | 运达转债  | 正股名称      | 运达股份                         |
| 转债代码   | 123079.SZ   | 正股代码      | 300772.SZ                    |
| 发行规模   | 5.77 亿元   | 正股行业      | 机械设备-电器设备-风能                 |
| 存续期    | 6 年 (2020/12/01-2026/11/30)   | 主体评级/债项评级 | AA/AA                        |
| 转股价    | 15.31 元/股   | 转股期       | 6 个月 (2021/06/07-2026/11/30) |
| 票面利率   | 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%   |           |                              |
| 向下修正条款 | 存续期，15/30，85%   |           |                              |
| 赎回条款   | (1) 到期赎回：到期后五个交易日内，按债券面值的 110%（含最后一期利息）的价格赎回<br>(2) 有条件赎回：转股期内，15/30，130%；未转股余额不足 3000 万元 |           |                              |
| 回售条款   | (1) 有条件回售：最后两个计息年度，任何连续 30 个交易日收盘价低于当期转股价 70%<br>(2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途 |           |                              |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**表 3：募集资金用途（单位：万元）**

| 项目名称                 | 项目总投资     | 拟投入募集资金   |
|----------------------|-----------|-----------|
| 昔阳县皋落风电场二期 50MW 工程项目 | 34,961.69 | 32,420.00 |
| 智能型风电机组产品系列化开发项目     | 9,000.00  | 7,970.00  |
| 补充流动资金               | 17,310.00 | 17,310.00 |
| 合计                   | 61,271.69 | 57,700.00 |

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

**表 4：债性和股性指标**

| 债性指标              | 数值      | 股性指标              | 数值      |
|-------------------|---------|-------------------|---------|
| 纯债价值              | 86.77 元 | 转换平价（以 11/27 收盘价） | 97.91 元 |
| 纯债溢价率（以面值 100 计算） | 15.25%  | 平价溢价率(以面值 100 计算) | 2.13%   |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，股价为 15.31 元/股。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”，条款中规中矩。以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.91%（11/27）计算，纯债价值为 86.77 元，债底保护性尚可。按照 11 月 27 日运达的收盘价为 14.99 元，转换平价为 97.91 元，平价溢价率为 2.13%。

**表 5：相对价值法预测飞凯转债上市价格（单位：元）**

| 转股溢价率/正股价 | 15%   | 16.25% | 17.50% | 18.75% | 20.00% |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| -10%      | 13.49 | 101.34 | 102.44 | 103.54 | 104.64 |
| -5%       | 14.24 | 106.97 | 108.13 | 109.29 | 110.45 |
| 11/27 收盘价 | 14.99 | 112.60 | 113.82 | 115.04 | 116.27 |
| 5%        | 15.74 | 118.23 | 119.51 | 120.80 | 122.08 |
| 10%       | 16.49 | 123.86 | 125.20 | 126.55 | 127.89 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

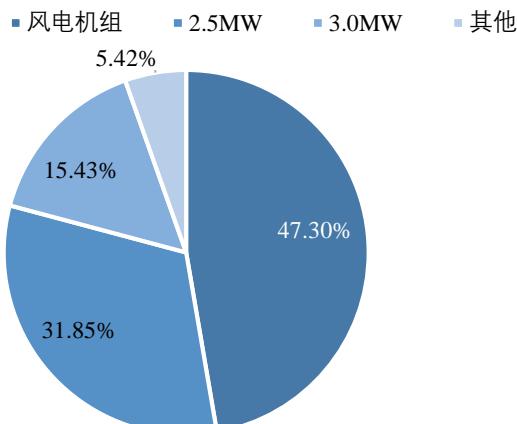
根据 2020 年 11 月 27 日运达收盘价 14.99 元计算，初始转换平价为 97.91 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计运达转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。根据相对价值法估计运达转债上市价格约 112 元到 117 元之间。

## 2. 基本面分析

**政策加速执行，行业景气持续。**自 2019 年 5 月国家发改委下发《关于完善风电商上网电价政策的通知》以及《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》等政策陆续实施以来，分散式风电项目获得国家大力支持，并逐步纳入分布式发电市场化交易范围。风电电价下调并逐步过渡到平价上网已成趋势，存量项目加速执行，风电行业进入景气周期。我国风电行业将从 2021 年正式进入平价时代，随着平价时代的到来，装机需求的波动将使风机行业面临较大的发展压力。

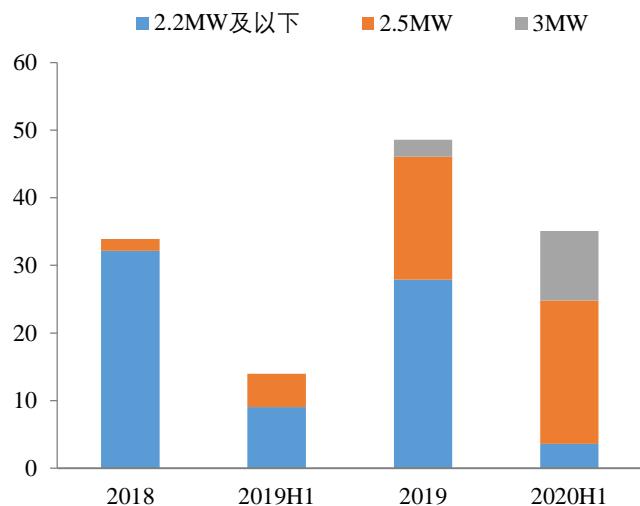
**公司营收持续增长，大力发展战略技术。**运达股份主营业务突出，风机产销为收入的主要来源（约为 96%）。公司拥有较强的技术实力，是中国最早从事风力发电技术研究的企业，掌握风电机组核心控制策略、完善的自主知识产权。近年来行业地位稳步提升，2019 年新增吊装容量市场占有率达到全国第四。并且公司机型种类丰富，大力发展战略技术，2020 年公司大功率风机（2.5MW、3MW）营收、销量提升显著。公司已与国内主要大型电力企业建立稳定合作关系，截至 2019 年末在手订单装机容量 731.59 万千瓦时，合同总价 258.11 亿元，充足的订单储备有利于经营业绩保持。

图 1：2020H1 公司主营业务构成



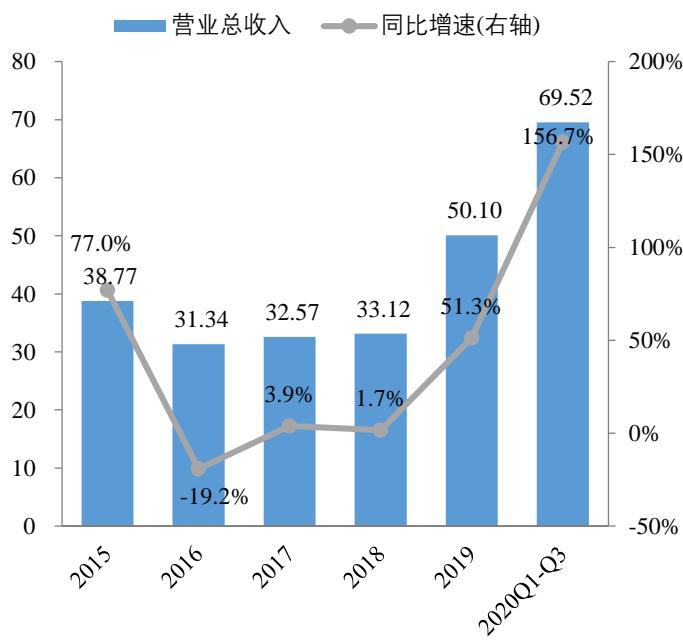
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2018-2020H1 公司大功率风机营收（单位：亿元）



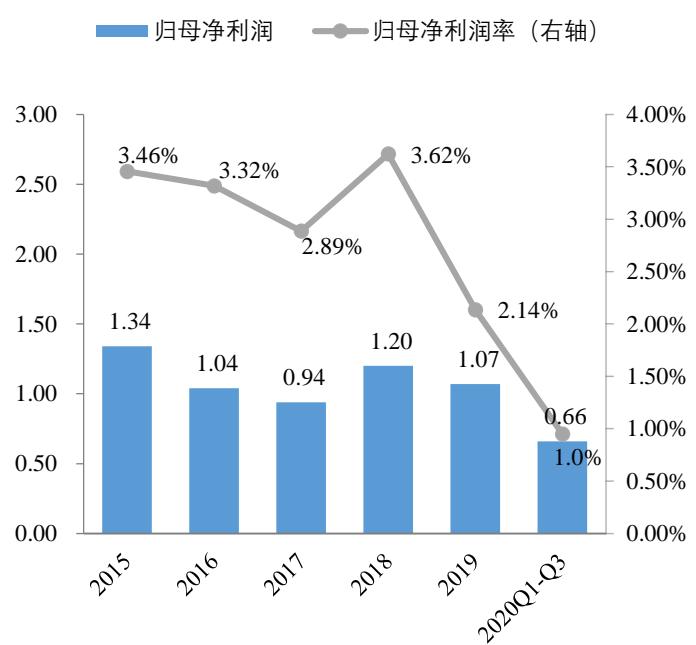
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2015-2020Q1-3 营业收入及同比增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2015-2020Q1-3 归母净利润率（单位：亿元）

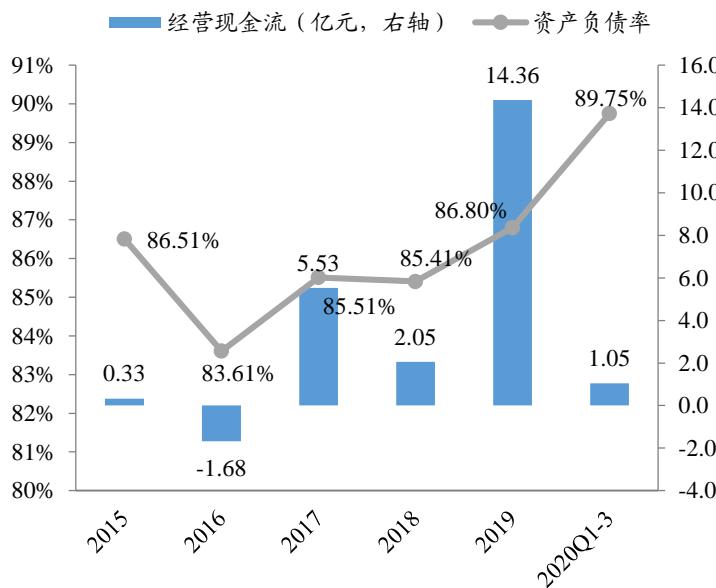


数据来源：Wind，东吴证券研究所

营业收入逐年增长，但短期面临资金周转压力。营业收入逐年增加，近年来大幅增长，2019 年实现营业总收入 50.10 亿元，同比增长 51.3%；2020 年 Q1-Q3 季度营业总收入 69.52 亿元，同比增长 156.7%。利润方面，2020 年 Q1-Q3 季度实现归母净利润 0.66 亿元，同比上升 1%。经营活动现金流保持净流入，但波动性较大；债务规模较大且主

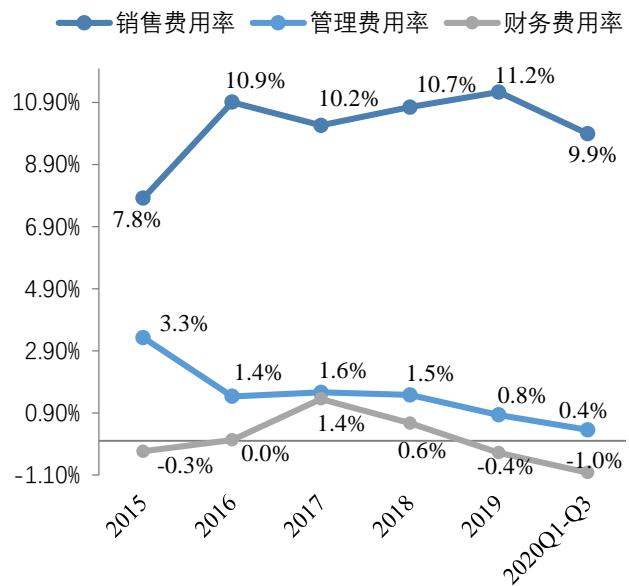
要为短期债务，但应付票据占比大，利息成本低，经营活动净现金流对债务利息覆盖良好。

图 5：2015-2020Q1-3 资产负债率及经营净现金流(单位: %)



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：2015-2020Q1-3 三大费用率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

管理和财务费用持续下降，销售费用波动较大。公司销售费用主要包括运输装卸费、售后运维费以及职工薪酬等，随着业务规模扩大，以及 2019 年桨叶运输基本由公司自行负责，销售费用呈现较快增长趋势；管理费用主要为职工薪酬等近年变动较小，但持续的研发投入使其研发费用保持在较大规模；2019 年公司实现上市融资，带息债务减少，加之富余资金带来的大规模利息收入，使其 2019 年来财务费用为负。公司营业总收入提升，导致费用率下降。

### 3. 风险提示

政策风险，财务杠杆比率处于高位，产业竞争加剧。

### 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>