

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

运达股份(300772)

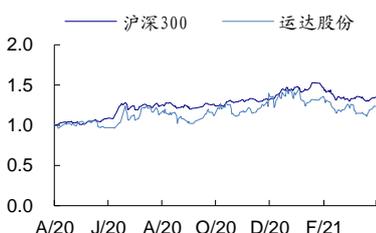
买入

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	294/155
总市值/流通(百万元)	4,612/2,425
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	18.88/12.23

相关研究报告:

《运达股份-300772-重大事件快评: 限制性股票激励, 十四五市占率增长可期》——2020-12-16
 《运达股份-300772-2020 年三季度报告点评: 毛利率触底反弹, Q4 展望业绩环比翻倍》——2020-10-28
 《运达股份-300772-2019 年业绩点评: 疫情递延 2020 年出货量, 蓄力平价成功覆盖大机型市场》——2020-03-23
 《运达股份-300772-2019 年业绩快报点评: 收入快速扩张, 20Q1 有望实现爆发》——2020-03-03
 《运达股份-300772-深度报告: 陆上风电后起之秀, 驶入成长快车道》——2020-01-09

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

风机黑马突围 毛利率大幅提升

● 2020 年业绩超预期, 21Q1 毛利率显著提升

2020 全年营 114.78 亿元 (+129.09%), 营收增速超过 2020 年 97% 的行业装机增速, 归母净利润 1.73 亿元 (+62.33%), 扣非归母净利润 1.37 亿元 (+84.70%), 全年业绩超预期。21Q1 单季营收 20.17 亿元 (+96.69%), 归母净利润 0.43 亿元 (+943.22%), 扣非归母净利润 0.38 亿元 (+484.04%)。风机制造毛利率从 2020 年的 12.79% 提升 3.56pct. 至 16.35%, 21Q1 收入、毛利率和扣非归母净利润超预期。

● 新增订单高企市占率突围, 高额存货预示未来营收增长

2020 年公司新增订单 3.6GW, 市占率达到 11% 以上, 超过 2020 年 7% 的吊装市占率, 预示未来公司吊装市占率将逐步提升。年底在手订单 6.16GW, 其中 3MW 以上机型占比 50%。公开信息显示, 2021 年 1-4 月公司新增中标市占率已经接近 15%。21Q1 公司账面存货高达 37.21 亿元, 同比抢装潮增幅高达 50%, 预示 2021 年对外销量有望超过 2020 年。

● 布局下游新能源运营, 启动海上风电业务

2020 年公司新签订风电与光伏开发协议 2.5GW, 完成 186MW 风电和光伏的核准备案; 公司控股的 160MW 风电项目均顺利完成并网风电, 在建禹城 50MW 平价风电项目也顺利开工。公司在保持陆上风电技术优势的同时, 及时启动新一代海上风电产品研发, 前瞻十四五平价海上风电市场。

● 风险提示: 风电行业发展不达预期; 原材料价格暴涨。

● 投资建议: 维持 21-22 年盈利预测, 维持“买入”评级。

2020 年以来公司风机订单份额持续上升, 验证行业竞争力, 维持 21-22 年盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 4.03/5.67/7.24 亿元, 业绩同比增速 133/41/28%; 公司积极布局新能源开发海上/海外市场, 成长空间广阔, 上调合理估值区间至 25.33-35.08 元(原区间 22.14-24.89), 对应 2022 年动态 PE 13-18 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,478	12,615	16,002	18,310	20,934
(+/-%)	129.1%	9.9%	26.8%	14.4%	14.3%
净利润(百万元)	173	403	567	724	940
(+/-%)	62.3%	133.1%	40.6%	27.7%	29.8%
摊薄每股收益(元)	0.59	1.37	1.93	2.46	3.20
EBIT Margin	-0.3%	3.2%	4.6%	6.0%	7.0%
净资产收益率(ROE)	9.7%	19.5%	23.0%	24.4%	25.9%
市盈率(PE)	26.7	11.4	8.1	6.4	4.9
EV/EBITDA	43.0	54.2	36.7	29.4	24.0
市净率(PB)	2.59	2.23	1.87	1.55	1.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年业绩超预期，21Q1 毛利率显著提升。2020 全年营 114.78 亿元 (+129.09%)，营收增速超过 2020 年 97% 的行业装机增速，归母净利润 1.73 亿元 (+62.33%)，扣非归母净利润 1.37 亿元 (+84.70%)，年度业绩超预期。2021 年 1 季度单季营收 20.17 亿元 (+96.69%)，归母净利润 0.43 亿元 (+943.22%)，扣非归母净利润 0.38 亿元 (+484.04%)。风机制造毛利率从 2020 年的 12.79% 提升至 16.35%，一季度收入、毛利率和扣非归母净利润超预期。

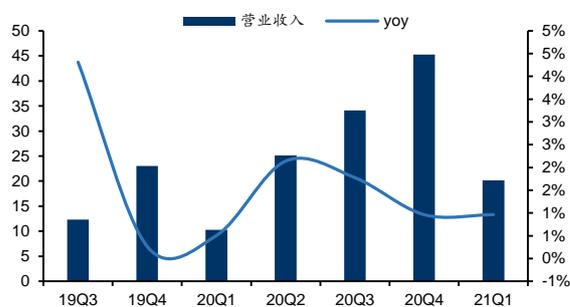
新增订单高企市占率突围，高额存货预示未来营收增长。2020 年公司新增订单 3.6GW，市占率达到 11% 以上，超过 2020 年 7% 的吊装市占率，预示未来公司吊装市占率将逐步提升。年底在手订单 6.16GW，其中 3MW 以上机型占比 50%。公开信息显示，2021 年 1-4 月公司新增中标市占率已经接近 15%。21Q1 公司账面存货高达 37.21 亿元，同比抢装潮增幅高达 50%，预示 2021 年对外销量有望超过 2020 年。

图 1：年度营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



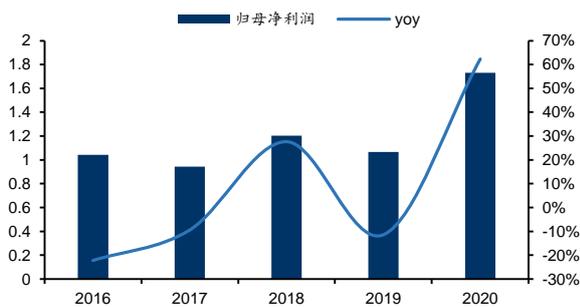
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



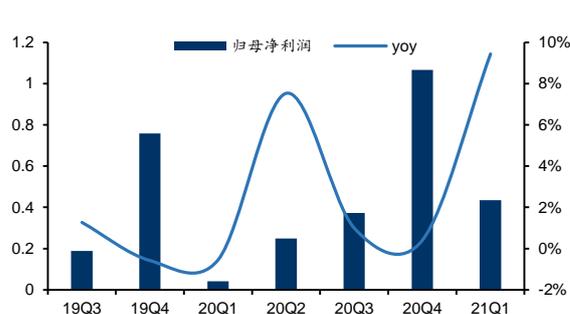
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

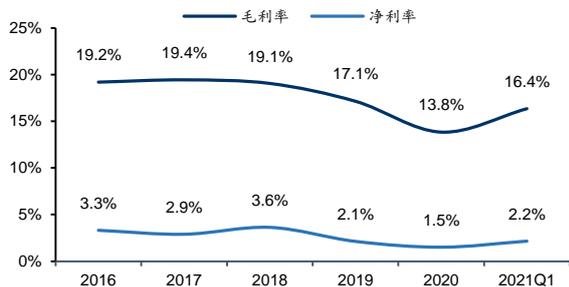
图 4：单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

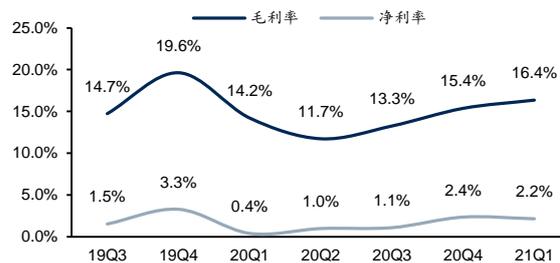
Q1 盈利能力逐步改善，费用率稳中有降。2020 年公司在消化 2018 年底和 2019 年初的巨量低价订单的同时，又遭遇 2020 年上游零部件涨价对利润的挤压，风机毛利率跌至 12% 的盈亏平衡线以下，全年风机业务发生小幅亏损。2021 年公司在消化完低价订单后毛利率迅速改善，环比提升 3.6ppt. 至 16.35%。ROE 和净利率也在 21Q1 显著提升。由于 2020 年抢装期间产品销售形成大量应收账款，公司在 21 年 Q1 按照会计准则计提约 1700 万元信用减值准备，未来随着下游电力企业逐步回款有望冲回。

图 5：年度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：季度毛利率、净利率变化情况



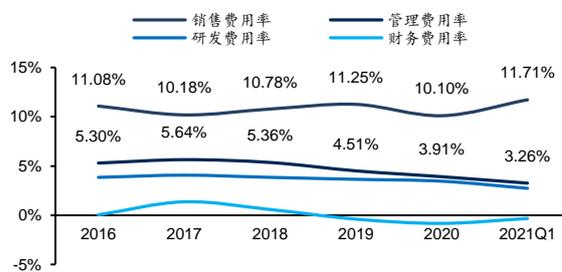
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：历史存货及应收账款（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

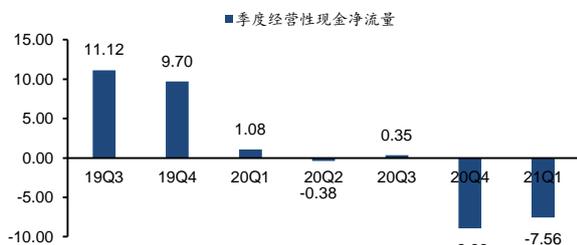
图 8：年度各项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

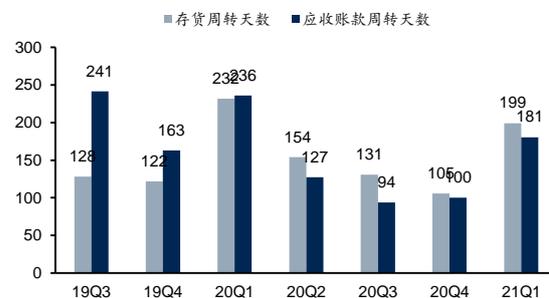
2020 年是陆上风电全面平价前的最后一年，在新冠疫情、原材料短缺、供需关系失衡、运输车辆紧张等诸多不利因素的冲击下，公司通过实时调整排产供货计划，积极协助业主推进项目建设，最终全部项目准确及时交付，进一步提升公司的口碑和行业影响力。2020 年经营性现金流转为负因采购端遭遇零部件涨价和短缺瓶颈导致预付款增加，以及 20Q4 集中交付形成信用期内应收账款较多所致；21Q1 经营性现金流为负值主要由于上年抢装潮，为锁定货源，向供应商支付的汇票到期支付所致。

图 9：经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：主要流动资产周转情况



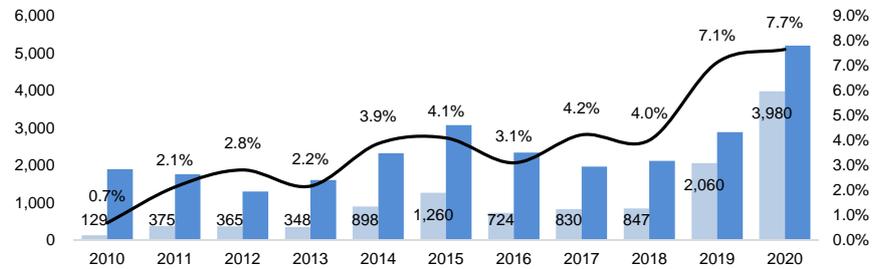
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

布局下游新能源运营，启动海上风机业务。2020 年公司新签订风电与光伏开发协议 2.5GW，完成 186MW 风电和光伏的核准备案；公司控股的 160MW 风电项目均顺利完成并网风电，在建禹城 50MW 平价风电项目也顺利开工。公司在保持陆上风电技术优势的同时，及时启动新一代海上风电产品研发，择机切入

十四五平价海上风电市场。

2020 年公司实现风机销售容量 3628MW (+137%)，高于行业吊装增速。2020 年新增以平价项目及 2021 交付的订单 3,568MW，累计在手订单 6,158MW。在手订单占比 50%。

图 11: 公司历史国内吊装市占率



资料来源: CWEA, 彭博新能源财经, GWEC 国信证券经济研究所整理。

2020 年公司品牌及产品认可度持续提升，公司客户群体更加多元化。客户营销取得重大突破，与中广核新能源、三峡新能源、国瑞新能源、首欣能源等国有和民营客户签订战略合作协议，同时大力推动乌兰察布智能产业基地等产业基地平稳落地。

海外市场取得实质性进展。越南首个项目的吊装工作有序开展中，另中标越南 4 个项目共计 169MW。从第一季度可以看到公司单位千瓦盈利显著提升，预计 2021 年公司风机业务重新恢复盈利状态，毛利率和销售净利率同比显著增长。

表 1: 各风机企业 2020 年新增订单 (MW)

	明阳智能	金风科技	运达股份
在手订单 (MW)	13,880	14,398	6,158
2020 年销售量	5,658	12,932	3,628
2020 年新增订单	4,311	7,049	3,568

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司 2020 年主营业绩

销售量	2020H1	2020H2	2020	21Q1	21Q1vs2020 变动率
2MW	123	326	448		
2.5MW	663	1,285	1,948		
3.0MW	249	726	975		
3MW+	76	182	258		
合计	1,110	2,519	3,628	630	
销售均价	3,163	3,109	3,125	3,202	76
平均成本	2,767	2,707	2,726	2,678	(48)
风机毛利率	12.5%	12.9%	12.79%	16.4%	3.6%
千瓦毛利润 (元)	396	401	400	524	124
千瓦净利润			(44)	44	88

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 2021 年 Q1 销售量为估计值。

表 3: 公司未来主营业务预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销售均价 (不含税, 元/千瓦)	3,277	3,125	3,039	2,959	2,899	2,849	2,849
单位成本 (不含税, 元/千瓦)	2,715	2,726	2,537	2,477	2,417	2,357	2,357
毛利率	17.1%	12.8%	16.5%	16.3%	16.6%	17.3%	17.3%
销售量 (MW)	1,529	3,628	4,100	5,300	6,100	7,000	8,500
销售收入(百万元)	5,010	11,339	12,461	15,685	17,686	19,946	24,220
营业成本(百万元)	4,151	9,889	10,403	13,129	14,745	16,501	20,036
毛利润	859	1,450	2,059	2,555	2,941	3,445	4,183
单千瓦毛利额 (元)	562	400	502	482	482	492	492
单千瓦净利 (元)	57	(44)	80	110	124	132	132
风机业务净利润 (百万元)	87	(158)	326	581	756	927	1,126
风机销售净利率	1.7%	-1.4%	2.6%	3.7%	4.3%	4.6%	4.6%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议: 维持 21-22 年盈利预测, 维持“买入”评级。 2020 年以来公司风机订单份额持续上升, 验证行业竞争力, 维持 21-22 年盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 4.03/5.67/7.24 亿元, 业绩同比增速 133/41/28%; 公司积极布局新能源开发海上/海外市场, 成长空间广阔, 上调合理估值区间至 25.33-35.08 元 (原区间 22.14-24.89), 对应 2022 年动态 PE 13-18 倍, 维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值	每股收益			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601615	明阳智能	16.86	325	0.70	0.92	0.66	23.9	18.2	25.4	增持
603218	日月股份	34.55	343	1.01	1.35	1.48	34.1	25.6	23.3	买入
300772	运达股份	15.69	46	0.46	1.37	1.93	26.7	11.4	8.1	买入

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3500	3000	3000	3000	营业收入	11478	12615	16002	18310
应收款项	3864	6221	8768	12040	营业成本	9889	10457	13281	14988
存货净额	3747	5118	6466	7251	营业税金及附加	14	26	32	37
其他流动资产	834	75	95	108	销售费用	1159	1233	1280	1428
流动资产合计	11944	14414	18329	22399	管理费用	52	502	679	753
固定资产	1557	2125	3703	5732	财务费用	(95)	(16)	135	305
无形资产及其他	47	145	243	341	投资收益	20	69	76	76
投资性房地产	2217	2217	2217	2217	资产减值及公允价值变动	2	(10)	(4)	(25)
长期股权投资	253	253	253	253	其他收入	(330)	2	2	2
资产总计	16018	19154	24745	30943	营业利润	151	474	667	852
短期借款及交易性金融负债	5	2411	5137	7247	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	9595	10236	12933	14503	利润总额	150	474	667	852
其他流动负债	3176	2422	754	844	所得税费用	(23)	71	100	128
流动负债合计	12776	15069	18824	22594	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	692	1252	2692	4612	归属于母公司净利润	173	403	567	724
其他长期负债	707	707	707	707					
长期负债合计	1399	1959	3399	5319	现金流量表 (百万元)				
负债合计	14175	17028	22222	27913	净利润	173	403	567	724
少数股东权益	62	62	62	62	资产减值准备	(4)	18	17	24
股东权益	1782	2064	2461	2968	折旧摊销	73	105	203	323
负债和股东权益总计	16018	19154	24745	30943	公允价值变动损失	(2)	10	4	25
					财务费用	(95)	(16)	135	305
关键财务与估值指标					营运资本变动	(324)	(3063)	(2871)	(2385)
每股收益	0.59	1.37	1.93	2.46	其它	4	(18)	(17)	(24)
每股红利	0.15	0.41	0.58	0.74	经营活动现金流	(80)	(2544)	(2096)	(1313)
每股净资产	6.06	7.02	8.37	10.10	资本开支	(715)	(800)	(1900)	(2500)
ROIC	23%	9%	8%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	20%	23%	24%	投资活动现金流	(777)	(800)	(1900)	(2500)
毛利率	14%	17%	17%	18%	权益性融资	52	0	0	0
EBIT Margin	7%	3%	5%	6%	负债净变化	257	560	1440	1920
EBITDA Margin	4%	3%	5%	6%	支付股利、利息	(45)	(121)	(170)	(217)
收入增长	129%	10%	27%	14%	其它融资现金流	334	2406	2727	2110
净利润增长率	62%	133%	41%	28%	融资活动现金流	809	2845	3996	3813
资产负债率	89%	89%	90%	90%	现金净变动	(48)	(500)	0	0
息率	1.0%	2.6%	3.7%	4.7%	货币资金的期初余额	3547	3500	3000	3000
P/E	26.7	11.4	8.1	6.4	货币资金的期末余额	3500	3000	3000	3000
P/B	2.6	2.2	1.9	1.6	企业自由现金流	(90)	(3418)	(3947)	(3622)
EV/EBITDA	43.0	54.2	36.7	29.4	权益自由现金流	501	(439)	105	149

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032