

## 公司业绩大幅增长, 在手订单充足

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入50.08亿元, 同比增长41.42%; 实现归母净利润1.28亿元, 同比增长339.5%; 实现扣非归母净利润1.23亿元, 同比增长1108.91%, EPS 0.43元。
- 业绩大幅增长, 在手订单充足。** 报告期内公司业绩持续大幅增长, 2021上半年归母净利润增速同比增长339.5%, 其中扣非归母净利润实现同比增长1108.91%, 表现十分亮眼。公司报告期内新增订单高达7956.3MW, 超过2020年在手订单总和, 创下历史新高, 目前公司累计在手订单为11941.3MW, 在手订单充足, 业绩有望进一步持续增长。
- 优秀品牌与口碑树立, 市场份额持续提高。** 公司深耕国内风电市场数十年, 具备强大的研发能力和深厚的技术积累, 产品优异的质量和较高发电效率, 使得公司在业内获得了良好的口碑, 树立了优秀的品牌形象。同时, 公司技术服务团队经验丰富, 能为业主提供多层次、全方位的解决方案, 有效地解决业主在项目前期、项目执行及风电机组出质保后面临的问题, 得到客户的一致好评。凭借优质的产品质量和服务, 公司市占率从4%提升至7%左右, 排名杀入市场前五强。
- 研发投入持续加码, 提升产品竞争力。** 2020年, 公司研发投入3.97亿元, 同比增长117.10%, 占营业收入的3.4%。公司持续的研发投入带来的产品竞争力的不断提升, 目前公司已开发了1.5MW、2.XMW、3.XMW等产品, 且更大容量的风电机组也已在研制之中。海上风电方面, 公司已完成5MW海上风电机组样机, 并完成运行稳定性的相关测试。此外, 公司开发了大数据平台、智慧检测以及故障预测与健康管理系统, 能够为客户提供更加全面高效的解决方案, 进一步增强产品竞争力。
- 盈利预测与投资建议。** 公司业绩大幅提升, 在手订单充足, 公司品牌与市场口碑较好, 持续的研发投入进一步增强竞争力。公司归母净利润实现持续大幅增长, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险; 原材料波动风险; 风机价格大幅下滑风险; 技术开发不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11477.86	12648.21	14119.90	15659.70
增长率	129.09%	10.20%	11.64%	10.91%
归属母公司净利润(百万元)	173.01	312.38	425.56	428.83
增长率	62.33%	80.56%	36.23%	0.77%
每股收益EPS(元)	0.53	0.94	1.28	1.29
净资产收益率ROE	9.39%	15.66%	17.95%	15.67%
PE	57	40	29	29
PB	5.49	6.45	5.39	4.66

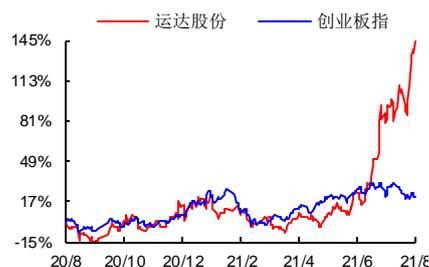
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.33
流通A股(亿股)	1.86
52周内股价区间(元)	12.96-37.4
总市值(亿元)	124.58
总资产(亿元)	167.56
每股净资产(元)	5.89

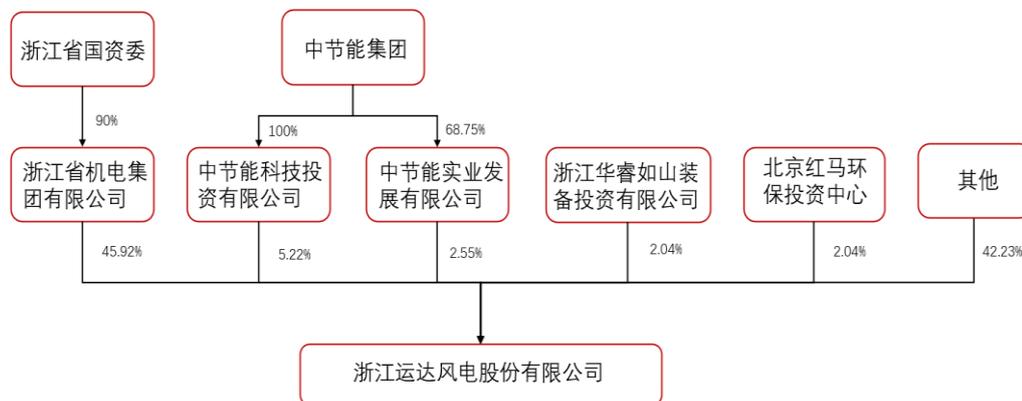
### 相关研究

## 1 公司业绩大幅增长，在手订单充足

浙江运达风电股份有限公司成立于 2001 年，前身为浙江省机电设计研究院风能研究所，是国内最早从事大型风电机组研究与制造的企业。公司主营业务为大型风力发电机组的研发、生产和销售以及风电场的投资运营，主要产品有 1.5MW、2.XMW 和 3.XMW 系列风电机组。公司于 2019 年登陆创业板上市（股票代码：300772），总部及研发中心位于杭州，下辖杭州余杭、河北张北、宁夏吴忠和黑龙江哈尔滨、内蒙古乌兰察布五个生产基地，并在英国布里斯托尔设有欧洲风电研究院。

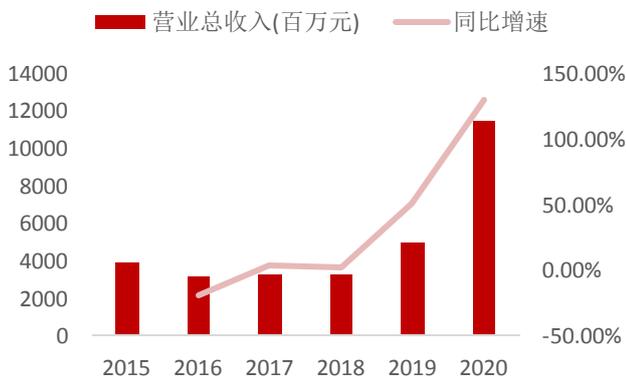
公司实际控制人为浙江省国资委，最大股东为浙江省机电集团有限公司，持股比例为 45.92%，该公司由浙江省国资委控制，控股比例 90%，公司股权较为集中，股权结构稳定性较好。公司第二、三大实业控股股东为中节能科技投资有限公司和中节能实业发展有限公司，两家公司均下属中节能集团，在业务上与公司具有战略协同关系。其他重要股东还包括浙江华睿如山装备投资有限公司与北京红马环保投资中心。

图 1：公司股权结构及主要子公司



数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2020 年全年实现营业收入 114.78 亿元，同比增长 129.09%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 62.33%；实现扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 84.70%，公司营收与利润的大幅增长主要受益于 2020 年底风电抢装潮。公司综合毛利率为 13.84%，同比下降 3.31 个百分点，毛利率下降较大的原因在于新冠疫情、原材料供不应求、运输车辆紧张等不利因素的影响。

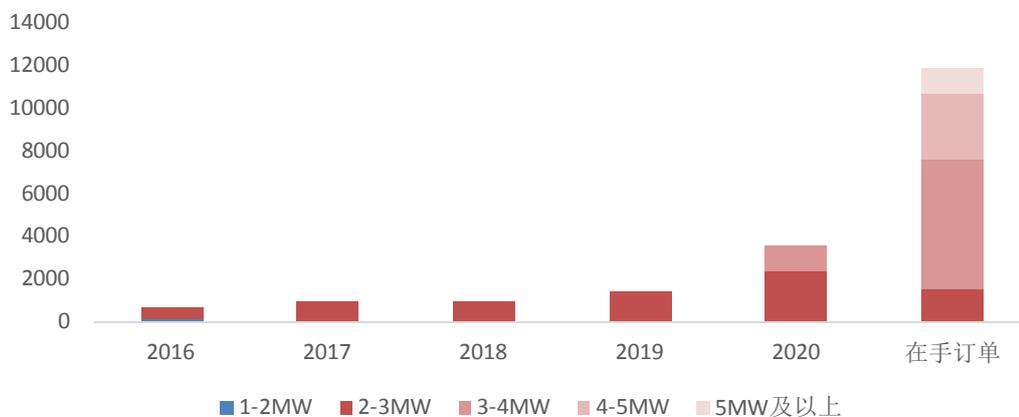
**图 2：公司历年营收及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 3：公司 2020 年归母净利润同比增长 62.33%**


数据来源：Wind, 西南证券整理

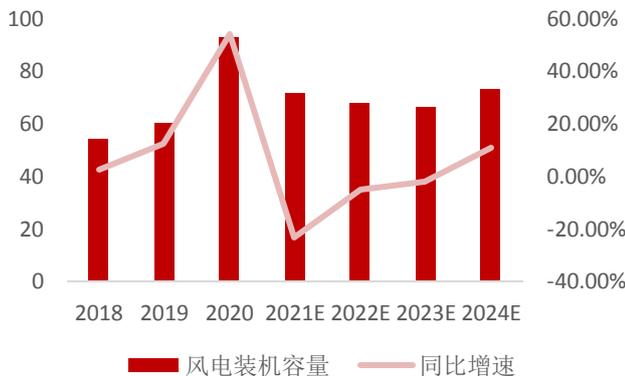
公司 2021H1 累计在手订单充足，高达 11941.3MW。近年来公司风电机组销量稳定增长，2016-2020 年销量分别为 675.5MW、938MW、991.2MW、1529.3MW、3628.3MW，复合增速达 52.24%。2021H1 公司新增订单 7956.3MW，远超 2020 年公司销售规模，创下历史新高，累计在手订单达到 11941.3MW，为 2020 年全年销量的 329.13%，公司充足的在手订单有望在 2020 年抢装潮后依旧维持较为可观的营收增速，为公司业绩的持续性提供保障。

**图 4：公司 2016-2020 年风电机组销量与 2021H1 累计在手订单情况 (MW)**


数据来源：公司公告, 西南证券整理

## 2 风电市场稳步发展，弃风率问题持续向好

根据全球风能委员会(GWEC)的报告，2020 年全球风电新增装机容量为 93GW，是史上新增装机最多的年份，其中中国装机 72GW，占全球新增装机量的 77%，主要系中国补贴退出引起的装机潮所致，未来全球风电市场将呈现稳步发展的态势。在弃风率问题上，根据国家能源局的数据，2020 年全国弃风电量为 166 亿千瓦时，同比减少 2.6 亿千瓦时，平均弃风率 3.44%，同比下降 0.55 个百分点，尽管受到新冠疫情的影响，在弃风率问题上 2020 年相比 2019 年再次实现“双降”，弃风情况得到明显好转。

**图 5：全球风电装机预测 (GW)**


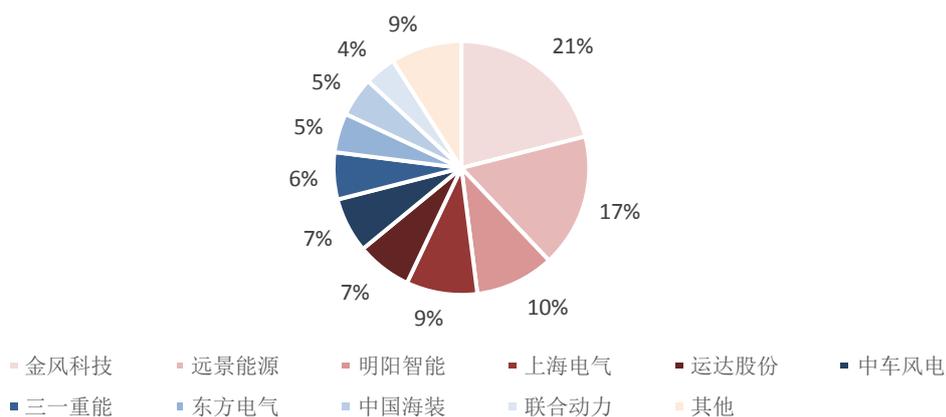
数据来源：GWEC，西南证券整理

**图 6：国内弃风电量与平均弃风率**


数据来源：GWEC，西南证券整理

### 3 优秀品牌与口碑树立，市场份额持续提升

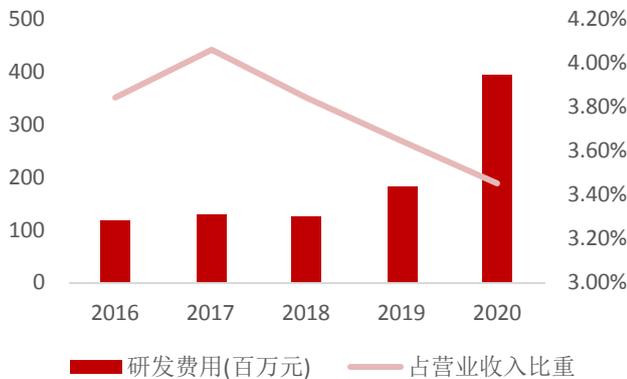
公司品牌认可度不断提升，市占率逐步提高。公司深耕国内风电市场数十年，具备强大的研发能力和深厚的技术积累，品牌与产品在行业内较为知名。2020 年公司品牌得到进一步认可，客户群体持续开拓，与中广核新能源、三峡新能源、国瑞新能源、首欣能源等国有和民营客户签订战略合作协议。同时，公司在服务创新上不断突破，在风电机组并网技术、风资源评估技术、数字化监测技术以及风电机组调试检测技术等方面均取得了良好成绩，一系列的应用创新有助于公司在为客户提供风电整体解决方案时更加具备优势。截止 2020 年底，公司凭借优质的产品质量和服务在中国风电整机厂商中的市占率为 7%，排名位列行业前五。

**图 7：2020 年中国风电整机厂商市占率情况**


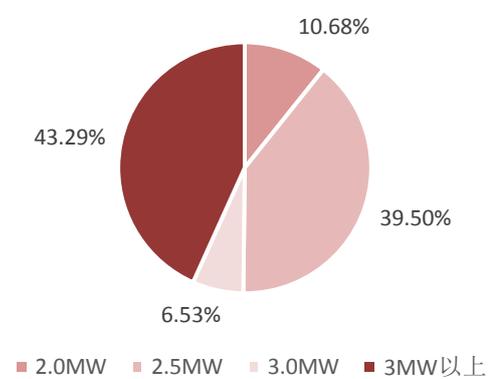
数据来源：公司资料，西南证券整理

研发投入持续加码，提升产品竞争力。2020 年，公司研发投入 3.97 亿元，同比增长 117.10%，占营业收入的 3.4%。公司持续的研发投入带来的产品的快速迭代，目前公司已开发了 1.5MW、2.XMW、3.XMW 及 3MW 以上等产品，且新技术产品均获得市场的认可，取得的订单数量较为可观，其中 2020 年公司累计在手订单 3.1GW，以上的新技术产品占比达

到 43.29%，成为公司订单的主要来源，更大容量的风电机组也处于在研制之中，未来随着公司研发投入的加码，新技术产品将成为公司业绩持续增长的动力来源。

**图 8：公司历年研发费用与占营业收入比重**


数据来源：Wind

**图 9：各类型技术产品在在手订单中的比重**


数据来源：公司公告

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司在手订单充足，支撑营收稳定增长，但考虑到去年抢装潮带来的基数影响，预计公司 2021-2023 年风机销量分别达到 4GW、4.4GW、4.8GW。

假设 2：公司在手订单中大功率机型占比大幅提高，风机销售结构趋于大型化，预计 2021 年公司毛利率继续上升，之后几年趋于稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
风机	收入	11339.35	12501	13956	15487
	增速	133.5%	10.2%	11.6%	11.0%
	毛利率	13.6%	14.4%	14.7%	14.3%
发电	收入	6.61	7.21	7.9	8.7
	增速	216.3%	9.1%	9.6%	10.1%
	毛利率	32.8%	40.1%	40.0%	40.0%
合计	收入	11477.9	12648.2	14119.9	15659.7
	增速	129.1%	10.2%	11.6%	10.9%
	毛利率	13.8%	14.6%	14.9%	14.5%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取风电行业的四家主流公司，2020 年四家公司平均 PE 为 22.4 倍，2021 年平均 PE 为 17.97 倍。公司近年业绩大幅增长，在手订单充足，凭借良好的市场口碑与优质的服务以及研发投入的持续加码，公司能够快速且精准抓住市场需求，持续抢占市场份额。公司归母净利润实现持续大幅增长，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002202.SZ	金风科技	12.98	0.67	0.90	1.02	20.74	15.55	13.74
601615.SH	明阳智能	18.89	0.95	1.26	1.42	23.07	17.34	15.38
002531.SZ	天顺风能	10.07	0.60	0.76	0.88	20.57	16.29	13.98
600875.SH	东方电气	15.44	0.60	0.67	0.75	25.23	22.71	20.32
平均值						22.40	17.97	15.85

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

- 1) 风电订单需求下降明显、公司产能利用率下降的风险；
- 2) 原材料价格波动风险；
- 3) 风机价格下滑风险；
- 4) 技术开发不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11477.86	12648.21	14119.90	15659.70	净利润	173.01	312.38	425.56	428.83
营业成本	9889.34	10806.21	12014.82	13388.61	折旧与摊销	73.54	63.95	63.95	63.95
营业税金及附加	13.68	39.34	37.80	40.31	财务费用	-94.84	37.30	35.72	32.99
销售费用	1158.94	1340.26	1488.20	1641.90	资产减值损失	-2.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	52.08	96.65	95.48	104.68	经营营运资本变动	79.59	-988.84	177.85	291.67
财务费用	-94.84	37.30	35.72	32.99	其他	-1017.37	-3.33	-11.44	6.27
资产减值损失	-2.02	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-788.08</b>	<b>-578.55</b>	<b>691.64</b>	<b>823.71</b>
投资收益	19.89	0.00	0.00	0.00	资本支出	-654.90	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	23.58	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-631.32</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>150.77</b>	<b>328.46</b>	<b>447.88</b>	<b>451.23</b>	短期借款	-30.04	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.50	0.36	0.08	0.17	长期借款	256.62	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>150.27</b>	<b>328.82</b>	<b>447.96</b>	<b>451.40</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-22.74	16.44	22.40	22.57	支付股利	-44.03	-23.07	-48.59	-63.05
净利润	173.01	312.38	425.56	428.83	其他	604.63	-180.82	-35.72	-32.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>787.17</b>	<b>-203.89</b>	<b>-84.31</b>	<b>-96.03</b>
归属母公司股东净利润	173.01	312.38	425.56	428.83	<b>现金流量净额</b>	<b>-632.23</b>	<b>-782.44</b>	<b>607.33</b>	<b>727.68</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3499.59	2717.15	3324.48	4052.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4108.15	6041.95	6377.40	6988.27	销售收入增长率	129.09%	10.20%	11.64%	10.91%
存货	3746.76	4099.01	4570.41	5086.95	营业利润增长率	36.22%	117.85%	36.36%	0.75%
其他流动资产	589.97	367.63	410.41	455.16	净利润增长率	62.33%	80.56%	36.23%	0.77%
长期股权投资	253.14	253.14	253.14	253.14	EBITDA 增长率	-19.82%	231.90%	27.42%	0.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1556.56	1499.71	1442.86	1386.02	毛利率	13.84%	14.56%	14.91%	14.50%
无形资产和开发支出	47.09	40.41	33.73	27.05	三费率	9.72%	11.66%	11.47%	11.36%
其他非流动资产	2216.82	2216.40	2215.98	2215.56	净利率	1.51%	2.47%	3.01%	2.74%
<b>资产总计</b>	<b>16018.08</b>	<b>17235.41</b>	<b>18628.41</b>	<b>20464.31</b>	ROE	9.39%	15.66%	17.95%	15.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.08%	1.81%	2.28%	2.10%
应付和预收款项	9685.82	13127.36	14063.42	15442.64	ROIC	-2.28%	-19.81%	-36.10%	-32.44%
长期借款	256.62	256.62	256.62	256.62	EBITDA/销售收入	1.13%	3.40%	3.88%	3.50%
其他负债	4232.20	1857.19	1937.16	2028.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>14174.64</b>	<b>15241.17</b>	<b>16257.20</b>	<b>17727.32</b>	总资产周转率	0.83	0.76	0.79	0.80
股本	293.96	333.11	333.11	333.11	固定资产周转率	20.58	24.73	31.05	39.36
资本公积	681.01	681.01	681.01	681.01	应收账款周转率	3.59	2.72	2.49	2.56
留存收益	668.24	957.55	1334.52	1700.30	存货周转率	3.39	2.74	2.77	2.77
归属母公司股东权益	1781.73	1932.53	2309.49	2675.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.20%	—	—	—
少数股东权益	61.71	61.71	61.71	61.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1843.44</b>	<b>1994.24</b>	<b>2371.21</b>	<b>2736.99</b>	资产负债率	88.49%	88.43%	87.27%	86.63%
负债和股东权益合计	16018.08	17235.41	18628.41	20464.31	带息债务/总负债	4.88%	4.54%	4.26%	3.90%
					流动比率	0.93	0.96	0.99	1.02
					速动比率	0.64	0.66	0.68	0.70
					股利支付率	25.45%	7.38%	11.42%	14.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.52	0.94	1.28	1.29
					每股净资产	5.35	5.80	6.93	8.03
					每股经营现金	-2.37	-1.74	2.08	2.47
					每股股利	0.13	0.07	0.15	0.19
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	129.47	429.71	547.55	548.16					
PE	72.01	39.88	29.28	29.05					
PB	6.99	6.45	5.39	4.66					
PS	1.09	0.98	0.88	0.80					
EV/EBITDA	46.18	15.72	11.23	9.89					
股息率	0.35%	0.19%	0.39%	0.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn