

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

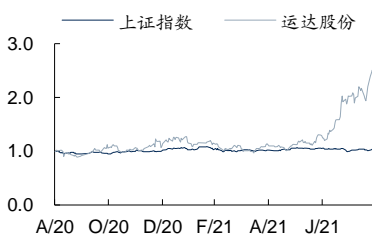
运达股份(300772)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	333/186
总市值/流通(百万元)	12,458/6,963
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	38.20/12.86

相关研究报告:

《运达股份-300772-2020 年年报及 2021 年一季报点评: 风机黑马突围, 毛利率大幅提升》——2021-04-24

《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 年报业绩点评: 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

证券分析师: 王蔚祺

电话:

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

毛利率显著提升, 新增订单强劲

● 营收逆势增长, 毛利率加速修复

公司今年上半年实现营收 50.08 亿元 (+41%), 归母净利润 1.28 亿元 (+339.5%); 其中 Q2 实现营收 29.91 亿元 (+18.9%), 2020 年抢装高基数下仍然实现正增长, Q2 实现归母净利润 0.84 亿元 (+238.4%)。21H1 毛利率 20.31% (+7.86pct.), Q2 单季度毛利率高达 23% (+11.24pct.), 环比+6.6 pct., 去年 Q3 以来毛利率逐季度稳步恢复, 今年呈现加速趋势, 单 w 净利润从 2020 年 0.047 元修复到 0.082 元。

● 新增订单行业领跑 在手订单彰显未来成长性

风机新增订单创历史新高, 达到 7.96GW, 累计在手订单 11.94GW, 其中小机型(2MW-3MW)订单 1.5GW, 占比 12.5%, 3MW-4MW (不含 4MW) 中型风机订单 6.1GW, 占比 50%, 4MW 及以上大机组订单 4.3GW, 占比 36.5%。体现出阶段性市占率的快速提高。在服务市场方面, 公司还签订后市场销售合同金额 1.67 亿元, 千万级别备件框架采购订单, 并首次中标主机整机置换业务。

● 加大研发投入, 快速布局海陆大型化

上半年公司研发投入研发费用 2.15 亿元 (+52.94%), 全新开发的“鲲鹏平台”首款机型 WD175-6250 成功吊装, 已完成针对低风速沿海海域的 4.5MW 海上风电机组研发并准备批量交货, 根据市场需求推出行业最大风轮直径的 7MW 级海上低风速机组, 同时公司正在研发 10MW 以上海上风电机组。

● 风险提示: 公司风机交付节奏不及预期; 公司风机中标市占率下滑; 零部件和原材料涨价导致盈利能力下降。

● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

中长期来看公司国内吊装市占率有望从 2020 年的 7% 大幅提升至 15-20%, 跻身国内陆上风电行业前 2 名, 行业整体前 3 名。基于公司未来的良好成长性, 维持盈利预测, 预计 2021/22/23 年归母净利润为 4.0/5.7/7.2 亿元, 业绩同比增速 133.1/40.6/27.7%, 对应 21/22 年动态 PE 为 27.3/19.4/15.2 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

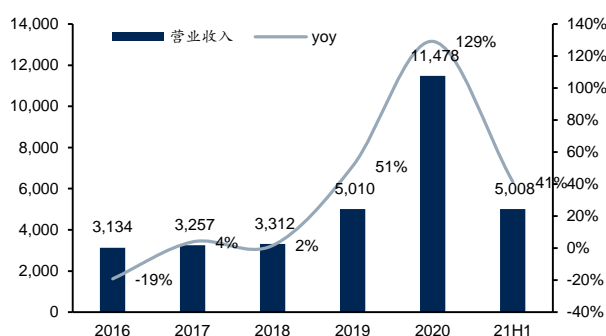
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,478	12,615	16,002	18,310	20,934
(+/-%)	129.1%	9.9%	26.8%	14.4%	14.3%
净利润(百万元)	173	403	567	724	940
(+/-%)	62.3%	133.1%	40.6%	27.7%	29.8%
摊薄每股收益(元)	0.59	1.37	1.93	2.46	3.20
EBIT Margin	6.6%	3.2%	4.6%	6.0%	7.0%
净资产收益率(ROE)	9.7%	19.5%	23.0%	24.4%	25.9%
市盈率(PE)	63.5	27.3	19.4	15.2	11.7
EV/EBITDA	57.6	70.1	45.5	35.2	28.3
市净率(PB)	6.17	5.33	4.47	3.70	3.03

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

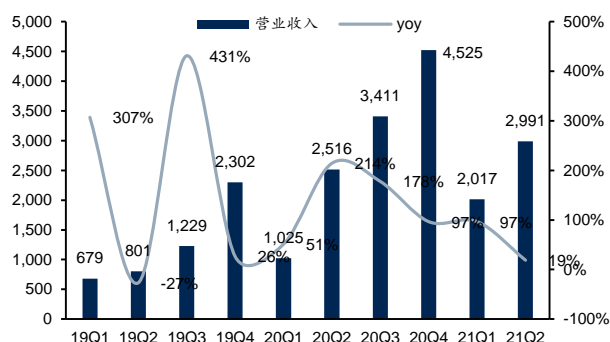
营收逆势增长,毛利率加速修复。公司今年上半年实现营收 50.08 亿元(+41%), 实现归母净利润 1.28 亿元 (+339.5%), 实现归母扣非净利润 1.23 亿元 (+1109%); 经营活动现金流-10.2 亿元(同比下降 17 亿元); 加权平均 ROE6.91% (+5.01 pct.), 全年 ROE 有望回到两位数水平; 其中 Q2 实现营收 29.91 亿元 (+18.9%), 2020 年抢装高基数下仍然实现正增长, Q2 实现归母净利润 0.84 亿元 (+238.4%)。21H1 毛利率 20.31% (+7.86pct.), Q2 单季度毛利率高达 23%, 同比提高 11.24 个百分点, 环比也大幅提升超过 6.6 个百分点, 自 2020 年 Q2 以来公司销售毛利率逐季度稳健增长, 盈利能力持续提升。公司风机制造与销售业务消化完 2020 年抢装时的低价订单后, 毛利率快速恢复至正常水平并有进一步上行的趋势。上半年公司实现风机对外销售 1.57GW, 在陆风抢装结束后的大环境下, 逆势同比增长 41%。

图 1: 年度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



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: 百万元、%)



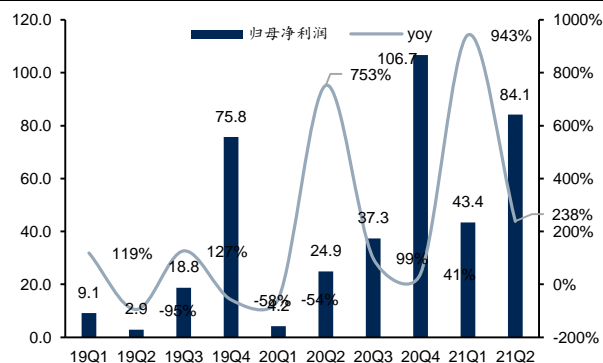
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 年度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

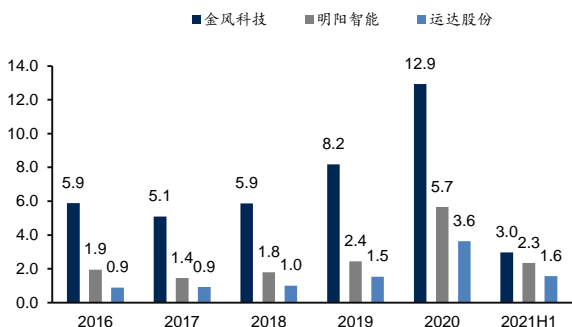
图 4: 单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

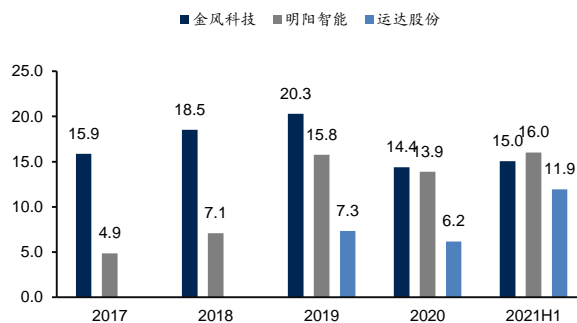
新增订单行业领跑,彰显未来成长性。风机新增订单创历史新高, 达到 7.96GW, 累计在手订单 11.94GW, 其中小机型(2MW-3MW)订单 1.5GW, 占比 12.5%, 3MW-4MW (不含 4MW) 中型风机订单 6.1GW, 占比 50%, 4MW 及以上大机组订单 4.3GW, 占比 36.5%。体现出阶段性市占率的快速提高。在服务市场方面, 公司还签订后市场销售合同金额 1.67 亿元, 千万级别备件框架采购订单, 并首次中标主机整机置换业务。截至 6 月底公司存货 37.74 亿元, 合同负债 28.2 亿元, 大量风电机组产品等待交付。

图 5：上市风机厂商历年销售容量情况（单位：GW）



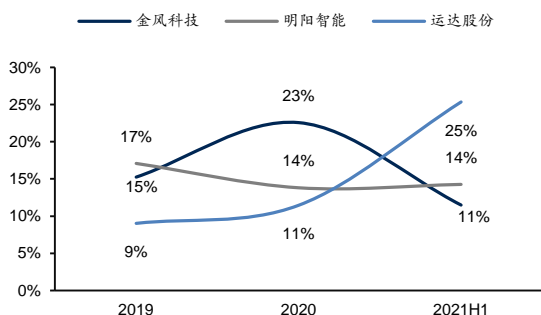
资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理，电气风电未披露相关数据，故未进行对标。

图 6：上市风机厂商历年新增订单情况（单位：GW）



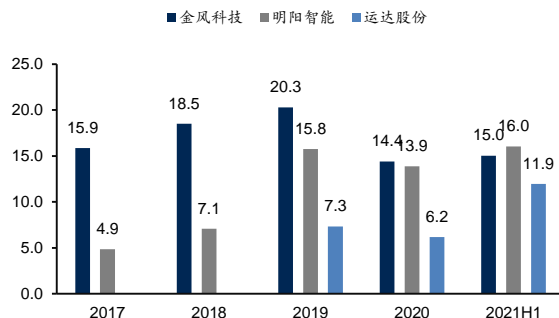
资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理，电气风电未披露相关数据，故未进行对标。

图 7：上市风机厂商近期中标市占率情况（%）



资料来源：行业基数来自金风科技统计数据、新增订单来自各公司公告、国信证券经济研究所整理，电气风电未披露相关数据，故未进行对标。

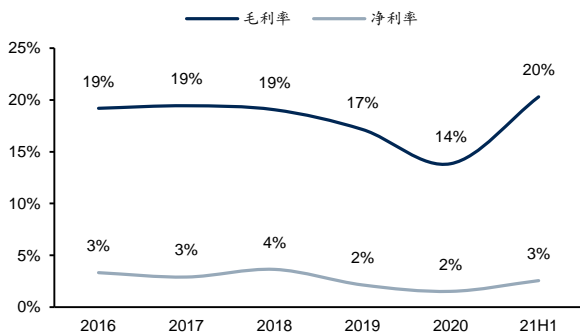
图 8：上市风机厂商在手订单情况（单位：GW）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理，电气风电未披露相关数据，故未进行对标。

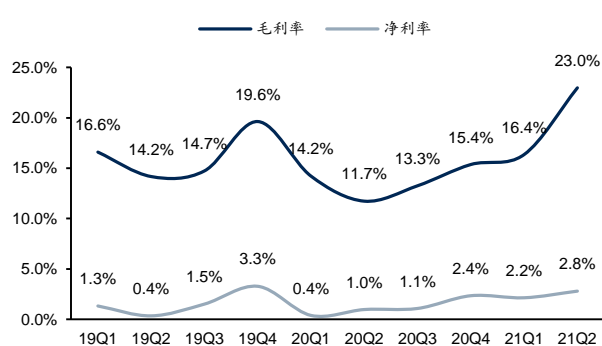
海外销售获得突破，客户认可持续兑现。上半年公司全力推进大基地建设，中标三峡乌兰察布源网荷储项目和华能上都百万风电大基地项目；公司海外销售持续拓展，新签越南、塞尔维亚 5 个项目，合计 475MW，其中越南朔庄项目为公司首个海上批量项目。上半年公司进一步巩固与核心国企客户的关系，同时重要民营客户的占比快速提高；并与核心客户及地方政府形成紧密的战略合作关系，客户对公司产品与服务的认可正在持续兑现。

图 9：公司历年毛利率、净利率变动情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司季度毛利率/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

发电业务下半年开始释放业绩。此前由于项目进度滞后等原因，发电业务对公

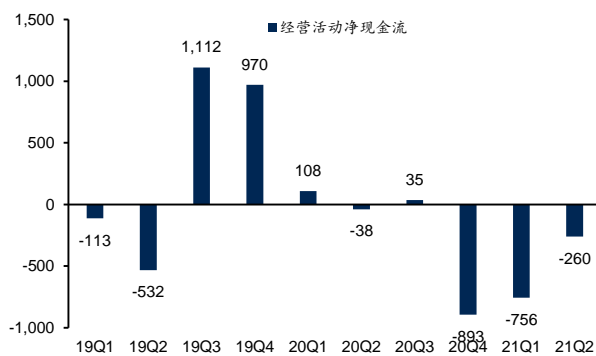
司业绩的贡献有限，今年以来公司紧抓“双碳”目标给新能源产业带来的历史发展机遇创新开发模式、全力开发风电光伏资源，新签资源大幅提升，为未来几年电站投资业务的增长奠定基础。在新能源电站投资建设方面，禹城苇河一期 50MW 项目顺利实现全容量并网发电。

截止 2021 年 6 月底，公司控股的并网风电场项目容量达到 250MW，参股的并网风电场项目容量超过 500MW，下半年开始将逐步兑现发电业绩。我们预计，发电业务有望逐渐成长为公司业绩新的增长极。需要说明的是，公司自有风电场中部分装机由于电网送出稳定性的问题阶段性存在限电的情况，下半年有可能还会受到一定程度的影响。

加大研发投入，快速布局海陆大型化。公司根据平价市场需求，研发部门从去年开始策划产品布局思路，遵循更大、更高、更快、更低成本的目标原则，做好“平台系列化，项目定制化”开发工作。上半年公司研发投入研发费用 2.15 亿元，同比提高 52.94%，完成了基于 3.XMW、4.XMW、5.XMW、6.XMW 平台共 10 余款整机产品的设计开发。其中，全新开发的“鲲鹏平台”首款机型 WD175-6250 成功吊装，该机型为全球陆上单机功率最大的 6.XMW 平台机组。公司全面启动海上风电机组开发并取得突破，已完成针对低风速沿海海域的 4.5MW 海上风电机组研发并准备批量交货，根据市场需求推出行业最大风轮直径的 7MW 级海上低风速机组，同时公司正在研发 10MW 以上海上风电机组，可根据不同海域风况进行定制化设计。

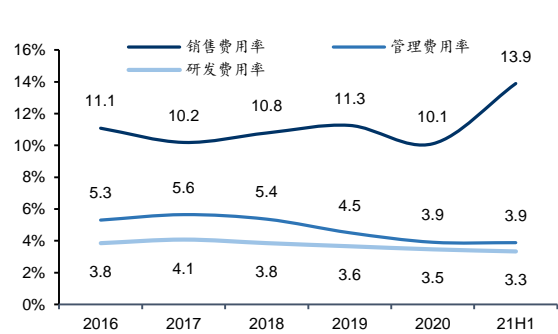
现金流逐步改善，销售费用率有所增长。公司上半年经营活动净现金流-10.16 亿元，主要是本期为保证备货付款增加及兑付到期银行承兑票据所致，其中 Q1 净现金流-7.56 亿元，Q2 净现金流-2.6 亿元，现金流情况逐步改善。报告期内公司管理费用率和研发费用率保持稳定，销售费用率由去年同期的 9.67% 上升至 13.9%，主要系本期公司销售规模扩大，市场营销费用、运输费、售后运维费等销售费用增加；另外，因风场开发力度加大，风场开发费用增加。

图 11：季度经营性现金流情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司期间费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：中长期来看公司国内吊装市占率有望从 2020 年的 7% 大幅提升至 15-20%，跻身国内陆上风电行业前 2 名，行业整体前 3 名。基于公司未来的良好成长性，维持盈利预测，预计 2021/22/23 年归母净利润为 4.0/5.7/7.2 亿元，业绩同比增速 133.1/40.6/27.7%，对应 21/22 年动态 PE 为 27.3/19.4/15.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

- (1) 公司风机交付节奏不及预期；
- (2) 公司风机中标市占率下滑；
- (3) 零部件和原材料涨价导致盈利能力下降。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 21.08.27	总市值 亿元	EPS				PE				PB (20A)	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
601615	明阳智能	21.02	410	0.70	1.36	1.65	1.71	29.8	15.4	12.7	12.3	2.80	增持
002202	金风科技	13.96	590	0.70	0.83	0.95	1.07	19.9	16.7	14.6	13.0	1.73	增持
300772	运达股份	37.40	110	0.59	1.37	1.93	2.46	63.5	27.3	19.4	15.2	6.20	买入

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测, PB 计算未剔除其他权益工具。

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	0.4%	1.1%	1.5%	2.0%	货币资金的期初余额	3547	3500	3000	3000
P/E	63.5	27.3	19.4	15.2	货币资金的期末余额	3500	3000	3000	3000
P/B	6.2	5.3	4.5	3.7	企业自由现金流	(90)	(3418)	(3947)	(3622)
EV/EBITDA	57.6	70.1	45.5	35.2	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。

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