

# 厚积薄发, 迈向第一梯队的风电整机龙头

## ——运达股份首次覆盖报告

深度报告

行业公司研究——所属行业——风电整机行业

证券研究报告

### 投资要点

#### □ 公司风电设备技术积淀深厚, 国内市占率快速提升, 跻身第一梯队

深耕行业专注技术, 浙江省国资背景。公司及前身在新能源领域深耕 40 多年, 风电机组功率覆盖主流兆瓦等级, 产品结构大型化, 向 3MW 及以上转变; 公司实际股东机电集团由省国资全资控股。浙江等东南沿海海上风电市场空间大。

**2020 年国内市占率排名第五, 有望跻身第一梯队。**2017-2020 年, 公司国内市占率从 4% 稳步提升至 7%, 排名第五, 与头部差距明显缩小; 公司年新增装机容量从 0.7GW 跃升至 4.0GW, 3 年 CAGR 为 78%, 增速高于国内同行。

**抢装潮带动业绩高速增长, “十四五”表现可期。**2020 年公司实现营业收入 114.8 亿元, 同比增长 134%; 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比增长 62%。2014-2020 年, 公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 32%、46%。

**快速推进“两海”战略取得成效。**2021 年 4 月, 公司“海风系列”首台 7MW 机组正式下线, 同时 10MW+ 机组正在研发。2020 年公司中标越南 4 个项目共计 169MW。2021 年 6 月, 公司签署了首个海外海上机组批量订单合同。

#### □ 风电降本速度及需求将超预期, 2021-2025 年新增装机容量 CAGR 为 15%

过去 10 年全球陆上风电度电成本下降 56%, 成为最便宜的清洁能源。风电在碳减排方面发挥重要作用, 是不可或缺的清洁能源。2020 年我国风电新增装机容量 72GW, 同比增长 179%, 其中陆上 69GW (同比+188%), 海上 3GW (同比+53%)。预计 2021-2023 年我国陆上+海上风电新增装机容量为 45GW、50GW、55GW; 海上风电 2022 年起国补取消, 地方补贴继续支持本省海风建设, 预计 2021-2023 年我国海上风电新增装机容量分别为 8GW、5GW、7GW。

**“双碳目标”确立风电行业发展广阔前景。**随着各地方“十四五”风电发展规划方案出台, 我们调高年均风电新增装机容量预期至 56GW (此前为 40GW), 2021-2025 年 CAGR 为 15%, 其中海上 7.8GW (此前为 4GW)。

#### □ 盈利预测与估值: 净利率有进一步提升潜力

预计公司 2021-2023 年营收分别为 125/140/153 亿元, 同比增长 9%/12%/9%; 归母净利润为 4.3/6.0/7.0 亿元, 同比增长 134%/40%/17%, 对应 PE 31/22/19X; 净利率分别为 3.4%/4.3%/4.6%, 未来有进一步提升潜力, 给予“增持”评级。

#### □ 风险提示

1) 原材料价格波动; 2) 风电政策推进不及预期

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	11478	12516	14013	15270
(+/-)	129%	9%	12%	9%
净利润	173	428	600	700
(+/-)	55%	134%	40%	17%
每股收益(元)	0.62	1.45	2.04	2.38
P/E	72	31	22	19
ROE	11%	21%	23%	22%
PB	7.4	6.0	4.7	3.7

### 评级

增持

上次评级

首次覆盖

当前价格

¥44.75

### 单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.28

1Q/2021

0.15

4Q/2020

0.36

3Q/2020

0.13

分析师: 邱世梁

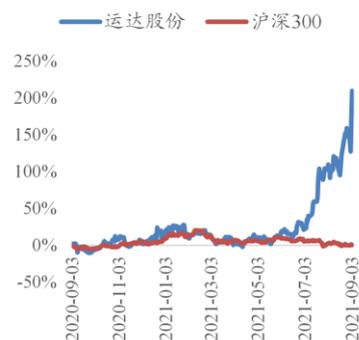
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李锋

执业证书号: S1230517080001  
lifengl@stocke.com.cn



### 相关报告

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2021-2023 年营收分别为 125/140/153 亿元，同比增长 9%/12%/9%；归母净利润为 4.3/6.0/7.0 亿元，同比增长 134%/40%/17%，对应 PE 31/22/19X；净利率分别为 3.4%/4.3%/4.6%，未来有进一步提升潜力，给予“增持”评级。

### ● 关键假设

- 1) “十四五”期间风电行业高速发展，海上风电机组需求量加大，单机功率大型化趋势不改；
- 2) 公司凭借技术优势和产品质量切入大客户，国内市占率进一步提升。

### ● 我们与市场的观点的差异

1) 市场认为：抢装过后产业链可能面临量价齐跌的双杀局面。我们认为：风电降本有望超预期，风电设备“十四五”及未来十年需求有望大幅超预期。

过去 10 年全球陆上风电度电成本下降 56%，成为最便宜的清洁能源。根据 IRENA 数据，过去 10 年陆上度电风电下降 56%，海上度电成本下降 48%。2020 年全球陆上风电度电成本为 0.3 元/度，低于传统的化石能源（0.36 元/度）和光伏度电成本（0.4 元/度），成为全球最便宜的能源。2021 年 8 月国投瓜州风电场招标首次出现度电成本低于 0.1 元/度的风电项目。随着风电机组大型化和风电招标价格的下降，风电度电成本预计仍有进一步下降空间。

风电在碳减排和特高压输电方面发挥重要作用，是不可或缺的清洁能源。根据 IRENA 数据，要实现《巴黎气候协定》气候目标，风电将满足 35% 的电力需求，将贡献气候目标所需碳减排量的 27%（近 63 亿吨 CO<sub>2</sub>）；风电与光伏搭配削峰填谷后通过特高压输电将是解决“三北”地区弃光、弃风严重的重要手段。风电在碳减排和特高压输电方面均有不可替代作用。

2) 市场认为：行业强者恒强，公司体量较小难以与头部制造商竞争。我们认为：2017-2020 年公司市场份额由 4% 快速提高到 7%，与头部差距缩小；同时公司聚焦产品质量可靠，打造精益成本控制，“两海”战略打开长期空间。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 大兆瓦风电机组放量提高市场份额；
- 2) 风电场投资运营及后市场业务拓展超预期

### ● 投资风险

- 1) 原材料价格波动；
- 2) 风电政策推进不及预期

## 正文目录

<b>1. 深耕行业数十载，崛起的风电整机龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 中国风电行业的拓荒者和创新者，自主研发实力雄厚.....	5
1.2. 浙江省国资背景，海内外协同发展.....	5
1.3. 核心业务为风电整机，产品覆盖大兆瓦等级.....	6
1.4. 2020 年业绩高增长，伴随风电行业发展未来可期.....	7
<b>2. “十四五”风电高速发展，年新增装机容量 CAGR 为 15%</b> .....	<b>9</b>
2.1. 行业空间：2021-2025 年中国风电年均新增装机容量 50GW 以上.....	9
2.2. 发展趋势：机组大型化是抢装后进入平价时代的必然选择.....	12
2.3. 竞争格局：强者并非恒强，头部市占率差距在缩小.....	12
<b>3. 推进“两海”战略取得成效，布局运营业务实现多元化</b> .....	<b>15</b>
3.1. 海风：7MW 机组正式下线，海外：越南项目有序开展.....	15
3.2. 发行可转债加码风电场投资运营，拓展智慧服务发力后市场.....	17
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>19</b>
4.1. 业务拆分.....	19
4.2. 估值探讨.....	20
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 浙江省机电集团持股约 43%，股权集中度高.....	6
图 2: 公司在国内设有杭州总部+五大生产基地，英国设有欧洲风电研究院.....	6
图 3: 2014-2020 年公司风电整机营收占比 97%以上.....	7
图 4: 2020 年公司 3MW 及以上风电销量占比 29%.....	7
图 5: 2014-2020 年公司营收 CAGR 为 32%.....	8
图 6: 2014-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 46%.....	8
图 7: 2014-2020 年公司毛利率保持在 13%以上.....	8
图 8: 2016-2020 年公司研发费用率保持在 3.5%以上.....	8
图 9: 预计 2025 年中国风电新增装机容量为 93GW，2021-2025 年 CAGR 为 18%.....	10
图 10: 预计 2025 年全球风电新增装机容量为 153GW，2021-2025 年 CAGR 为 14%.....	11
图 11: 2017 年不同国家新增风电机组平均单机功率.....	12
图 12: 2000-2018 年中国新增和累计装机的风电机组功率.....	12
图 13: 2017-2020 年运达股份中国市场份额从 4%提升至 7%.....	13
图 14: 2017-2020 年运达股份中国市场年新增装机容量从 0.7GW 提升至 4.0GW.....	14
图 15: 2021 年 4 月，公司首台 WD175-6250 海上风电机组正式下线.....	16
图 16: 2020 年我国风电发电量占比为 6.29%.....	17
图 17: 智慧监测系统示意图.....	18
图 18: 结构安全监测系统结构拓扑图.....	18

表 1: 公司发展历程 .....	5
表 2: 公司主营风电机组产品概况 .....	7
表 3: 我国历次风电补贴政策调整 .....	9
表 4: 我国地方“十四五”风电规划政策 .....	10
表 5: 预计“十四五”期间中国风电新增装机容量中枢为 70GW (其中海上风电约 8.6GW) .....	11
表 6: 预计 2021-2025 全球风电新增装机容量中枢为 117GW (其中海上风电约 17.6GW) .....	11
表 7: 2020 年中国风电整机制造商新增吊装容量及市场份额 .....	13
表 8: 中国海上风电上市公司相关业务布局 .....	15
表 9: 2020 年中国海上风电上市公司相关业务经营情况 .....	16
表 10: 2020 年中国风电上市公司风电场投资运营相关业务经营情况 .....	17
表 11: 2020 年公司发行可转债用于风电场工程项目和风电机组开发项目 .....	18
表 12: 收入拆分及预测 .....	19
表 13: 风电机组收入拆分及预测 .....	20
表 14: 可比公司估值情况 .....	21
表附录: 三大报表预测值 .....	23

## 1. 深耕行业数十载，崛起的风电整机龙头

### 1.1. 中国风电行业的拓荒者和创新者，自主研发实力雄厚

以技术积淀为本，风电整机龙头持续成长。运达股份是国内最早从事大型风力发电机组研究与制造的企业，前身是浙江省机电设计研究院风能研究所；2001年浙江运达风力发电工程有限公司组建成立，2010年整体变更为浙江运达风电股份有限公司；公司在新能源领域深耕40多年，2019年登陆创业板。

公司产品研发可以追溯至1972年，18kW风力发电机组的成功研制实现了我国在中型风力发电机组研制史上零的突破；公司长期坚持自主研发，完成2.5MW风电机组批量化生产和运行，进一步突破大兆瓦技术壁垒，2018年4.XMW平台首台机组成功下线；2020年公司向海外市场进军，越南宁顺正胜50MW风电项目首台机组完成吊装。

**表 1：公司发展历程**

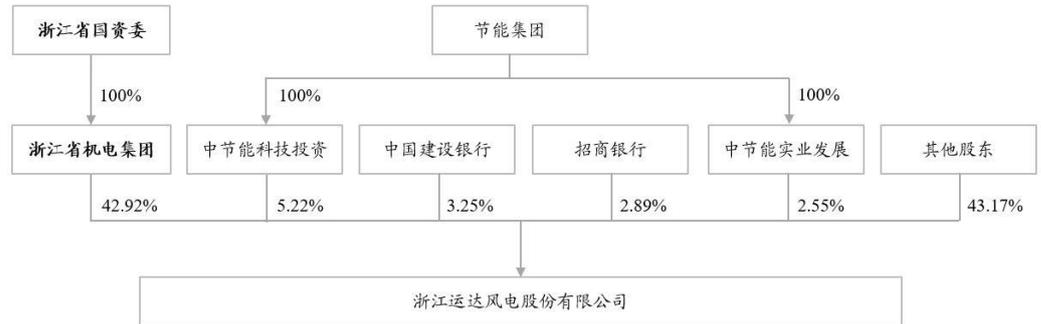
年份	重要事件
1972	成功研制18kW风力发电机组，实现我国在中型风力发电机组研制史上零的突破。
1997	成功研制200kW风电机组，并通过技术成果鉴定。
1999	自主开发250kW风电机组，成为国内投入批量商业化运行的风电机组。
2005	杭州莫干山生产基地一期竣工投产。
2007	杭州莫干山生产基地二期竣工投产。
2008	研制成功首台应用载荷优化控制技术的WD1.5MW系列风电机组，实现批量生产； 研制成功世界首台可生物降解的竹浆叶风电机组，实现批量生产； 启动2.5MW风力发电机组的自主研发工作。
2010	完成股份制改造，浙江运达风电股份有限公司正式成立； 2.5MW风电机组成功下线； 杭州钱江经济开发区百万千瓦风电生产基地竣工投产。
2012	宁夏运达风电有限公司一期正式投产，全部建成后具备年产100万千瓦的生产能力。
2014	2.5MW机组首个批量化项目（北仑中营福泉山）顺利并网运行； 2.0MW机组首个批量化项目（山西神池翁家山）顺利并网运行。
2018	运达风电3MW平台样机成功并网运行； 运达风电4.XMW平台首台机组成功下线。
2019	运达股份成功在科创板上市。
2020	越南宁顺正胜50MW风电项目首台机组完成吊装； 运达股份4.5MW样机吊装顺利完工； 全球首台4.5MW级三电平1140V鼠笼全功率风电机组成功并网。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 1.2. 浙江省国资背景，海内外协同发展

公司股权结构集中，实控股东持股比例约43%。公司实际股东为浙江省机电集团，持有公司42.92%股份，为浙江省国资委100%控股的省属国有独资企业；第二大股东为节能集团，分为通过100%控股的中节能科技投资和中节能事业发展持有公司5.22%、2.55%股份。公司拥有省国资委背景加持，股权集中度高，有利于长期稳定发展。

图 1：浙江省机电集团持股约 43%，股权集中度高



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：数据截止 2021 年一季报

**杭州总部+五大生产基地+欧洲风电研究院，实现海内外协同发展。**公司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(在建)五大生产基地，并在英国布里斯托尔设有欧洲风电研究院；其中欧洲风电研究院帮助公司加强国际合作交流、布局海外市场，研究方向包括风电机组叶片及启动设计、基于风电大数据的研究、风电机组先进控制技术、风电机组仿真设计软件的研发。

图 2：公司在国内设有杭州总部+五大生产基地，英国设有欧洲风电研究院



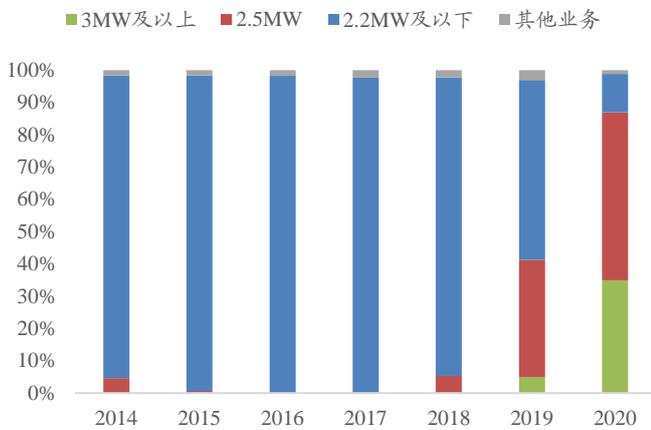
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 1.3. 核心业务为风电整机，产品覆盖大兆瓦等级

公司核心业务为风电机组，产品结构升级顺应大兆瓦发展趋势。2014-2020 年，公司风电机组营收占比保持在 97% 以上，其中 2.5MW、3MW 及以上的高单机功率系列产品营收占比在 2018 年后显著提高；2020 年公司 3MW 及以上机组销量合计 397 台，占比为

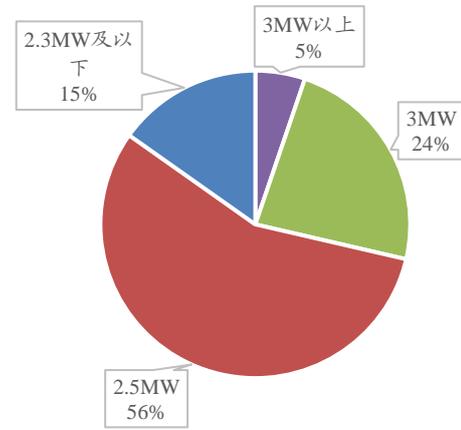
29% (2019 年公司 3MW 机组销量 24 台, 占比 4%); 2021 年 4 月, 公司下线首台海上风电 7MW 机组 (WD175-6250), 正式进入海上风电市场。

图 3: 2014-2020 年公司风电整机营收占比 97%以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 2020 年营收结构根据兆瓦等级销量测算

图 4: 2020 年公司 3MW 及以上风电销量占比 29%



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

主要产品方面, 按照功率等级分为 1.5MW、2.XMW、3.XMW、4.XMW、5.XMW、6.XMW 系列大型风电机组。截至 2021 年 1 月底, 公司全球装机超 9000 台, 各型风电机组累计装机容量超过 1540 万千瓦, 机组最长运行时间超过 20 年。每年可以为国家贡献 34000GWH 的绿色清洁能源, 足以满足 1400 万余户家庭一年的正常用电需求, 机组累计减排二氧化碳量为 10186 万吨, 相当于再造了 10134 万公顷的森林。

表 2: 公司主营风电机组产品概况

功率等级	叶轮直径 (m)	塔架高度 (m)	MTBF (h)	等效小时数 (h)	年平均风速范围 (m/s)	时间可利用率 (%)
2.0-2.3MW	103-131	80-160	1508	1800-3600	5-9	99.72
2.5MW	103-147	80-160	1855	2000-3500	5-8	99.28
3.0-3.6MW	140-156	95-160	-	-	-	-
4.2-4.5MW	147-160	100-160	-	-	-	-
5.0MW	130-139	100	3150	2000-3600	5.5-8	99.03

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

#### 1.4. 2020 年业绩高增长, 伴随风电行业发展未来可期

受益于 2020 年陆上风电抢装潮, 公司业绩高增长。2020 年公司实现营业收入 114.8 亿元, 同比增长 134%; 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比增长 62%。2014-2020 年, 公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 32%、46%, 随着“十四五”期间风电机组需求扩大, 未来公司业绩有望持续增长。

图 5：2014-2020 年公司营收 CAGR 为 32%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2014-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 46%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**费用率管控良好，持续注重研发投入。**公司管理层风电从业经验丰富，且技术背景深厚，持续注重研发投入。2016-2020 年公司研发费用率保持在 3.5% 以上；2020 年公司研发费用 3.97 亿元，同比增长 117%；截止 2020 年报，公司共有技术人员 925 人，占员工总人数近 64%。

2020 年度公司共开展了 11 个整机产品研发项目，基于 3MW、4MW、5MW 等平台开发的新产品加快推进；完成了 153m 柔塔、150m/166m 混塔机组设计。技术团队围绕产品全生命周期开展各项技术研究：1) 全球首台 4.5MW 级三电平 1140V 鼠笼全功率风电机组成功并网；2) 自研新一代集成式变桨驱动器及批量应用；3) 自研 YD80.5 叶片产业化；研究网源友好型风电机组主动支撑技术；4) 全球首台电压源型风电机组成功并网。

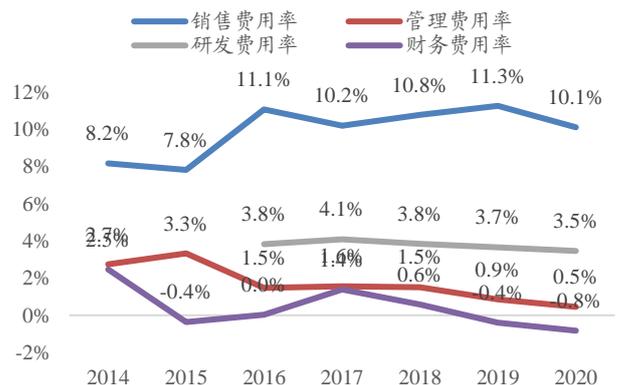
科研成果对提升公司综合竞争力、提升公司市场口碑起到了积极的促进作用。公司在保持陆上风电技术优势的同时，启动新一代海上风电产品研发，提升海上风电领域的核心竞争力。

图 7：2014-2020 年公司毛利率保持在 13% 以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2016-2020 年公司研发费用率保持在 3.5% 以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. “十四五”风电高速发展，年新增装机容量 CAGR 为 15%

### 2.1. 行业空间：2021-2025 年中国风电年均新增装机容量 50GW 以上

**短期补贴退坡带动抢装，长期行业发展趋势不改。**2019 年 5 月，国家发改委下发了关于《完善风电上网电价政策的通知》：**陆上风电 2021 年后将不再补贴。**其中 2018 年底前核准的存量项目、2019-2020 年新核准项目分别在 2020 年、2021 年没有并网的将不再补贴，且 2021 年以后新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

2020 年 1 月，财政部、国家发改委、国家能源局下发了《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》：**新建海上风电项目 2022 年开始将不再补贴。**中央财政鼓励地方政府自行补贴，支持本省海上风电项目的建设；同时提出“纳入补贴目录的可再生能源发电项目，按合理利用小时数核定中央财政补贴额度”。

2020 年，国家出台《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》、《关于公布 2020 年风电、光伏发电平价上网项目的通知》等多项政策有序推动风电行业去补贴进程、保障风电消纳、风电项目建设科学化管理，持续推进能源结构转型。

**表 3：我国历次风电补贴政策调整**

资源区	未调整	首次调整	本次调整后存量项目		本次调整后新核准项目		
	2009-2015	2016-2017	2018		2019-2020（竞价指导价）		
陆上项目调整节点		2016 年前核准， 2017 年底前开工， 2020 年底前并网	2018 年前核准， 2019 年前开工， 2020 年底前并网	2018 年核准， 2020 年底前并网	2019 年核准， 2021 年底前并网	2020 年核准， 2021 年底前并网	
陆上风电	I 类资源区	0.51	0.49	0.47	0.40	0.34	0.29
	II 类资源区	0.54	0.52	0.50	0.45	0.39	0.34
	III 类资源区	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38
	IV 类资源区	0.61	0.61	0.60	0.57	0.52	0.47
2018 年底前核准陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网，国家不再补贴；自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网							
海上项目调整节点	2014-2018 核准，2021 年前全部并网				2019	2020	
海上风电	近海	0.85		0.8		0.75	
	潮间带	0.75		所在资源区陆上风电指导价			
2018 年底前已核准的海上风电项目，在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行 <b>核准时</b> 的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价							

资料来源：国家发改委，浙商证券研究所

**“双碳目标”绘制“十四五”期间风电新增装机容量线路图。**2020 年 9 月，习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上的讲话中提出：中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和，坚定了风电行业发展信心，行业发展前景广阔。

2021 年 4 月，国家能源局发布《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》提出，2021 年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到 11% 左右，后续逐年提高，到 2025 年达到 16.5% 左右。目前来看，“碳中和”大方向明确，叠加行业 5 年发展目标已定，预计“十四五”期间风电装机量都将迎来“质”的增长。

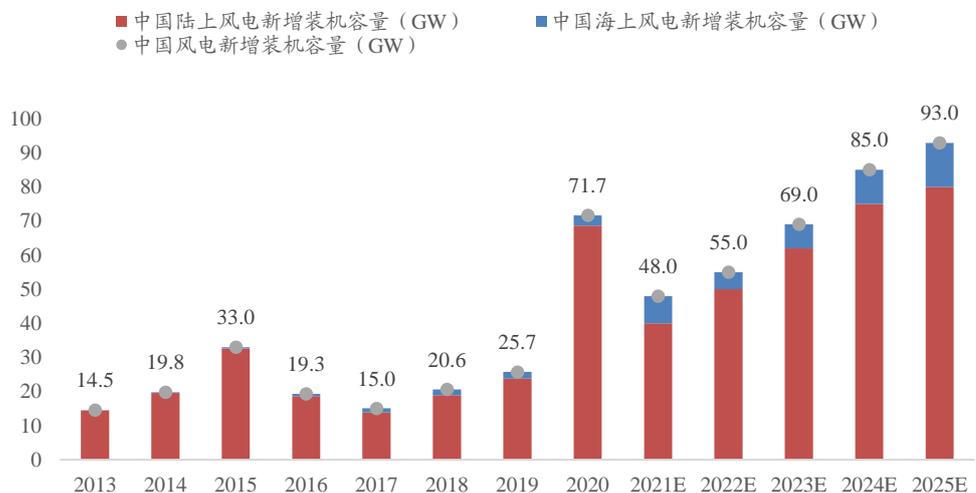
表 4：我国地方“十四五”风电规划政策

地区	颁布时间	相关政策	主要相关内容
江苏	2021年7月	《关于做好2021年风电和光伏发电项目建设工作的通知》	力争全省2025年风电和光伏发电总装机容量达到6300万千瓦以上。到2020年底，江苏省风电、光伏发电累计装机分别为1547万千瓦、1684万千瓦。经计算，“十四五”期间，江苏省风电、光伏将累计新增3069万千瓦以上。
广东	2021年6月	《关于印发促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案的通知》	装机规模：到2021年底，全省海上风电累计建成投产装机容量达到400万千瓦；到2025年底，力争达到1800万千瓦，在全国率先实现平价并网。 产业发展：到2025年，全省海上风电整机制造年产能达到900台(套)，基本建成集装备研发制造、工程设计、施工安装、运营维护于一体的具有国际竞争力的风电全产业链体系。
山东	2021年5月	《山东省能源发展“十四五”规划(征求意见稿)》	到2025年，可再生能源发电装机达到8500万千瓦左右，其中风电装机达到2500万千瓦。截止2020年12月底，山东的累计风电装机达1734万千瓦，十四五期间要新增约766万千瓦。
浙江	2021年2月	《浙江省能源发展“十四五”规划(征求意见稿)》	重点推进海上风电发展，打造近海及深远海海上风电应用基地+海洋能+陆上产业基地发展新模式，到2025年，力争全省风电装机容量达到630万千瓦，其中海上风电500万千瓦。
云南	2021年2月	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	优先布局绿色能源开发，以绿色电源建设为重点，加快金沙江、澜沧江等国家水电基地建设。统筹协调风能、太阳能等新能源开发利用，建设“风光水储一体化”国家示范基地。光伏、风电新增约26GW 打造绿色硅业集群。

资料来源：国家发改委，国家能源局，地方政府网站，浙商证券研究所

截止目前，我们对“十四五”期间平均每年风电新增装机容量预期为70GW（此前预期近60GW），其中海上8.6GW。根据最新的补贴政策，这些存量项目必须在2020年、2021年之前完成并网才能适用当年的补贴政策，否则2021年之后国家将不再补贴。陆上风电2021-2023年新增装机容量预计会回落，海上风电由于补贴退坡力度相对较小，加上风电机组及产业链技术更加成熟，未来三年的新增装机容量有望维持高速增长。我们预计2021-2023年我国海上风电新增装机容量分别为8GW、5GW、7GW。

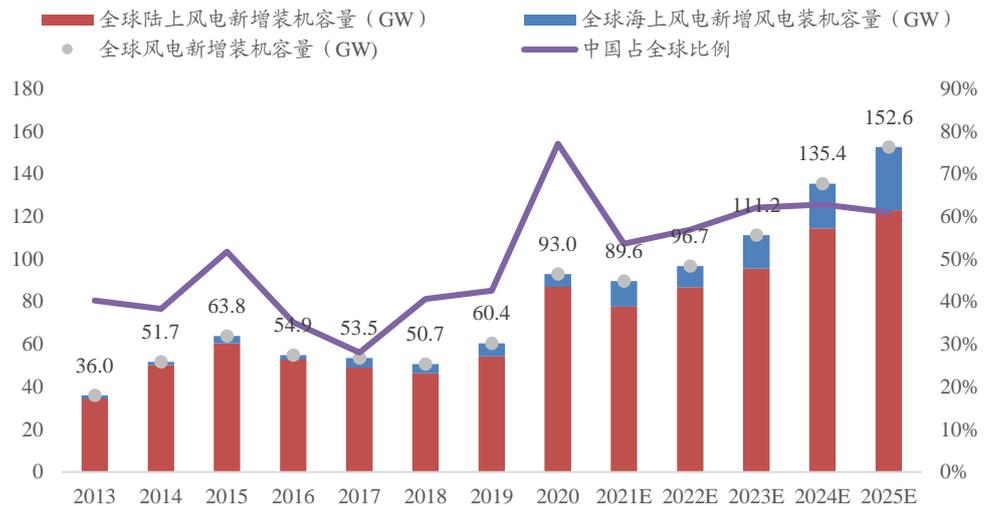
图 9：预计 2025 年中国风电新增装机容量为 93GW，2021-2025 年 CAGR 为 18%



资料来源：国家能源局，GWEC，浙商证券研究所测算

我们对“十四五”期间全球平均每年风电新增装机容量预期为117GW（此前预期为106GW），其中海上17.6GW。GWEC正式发布《2021年全球风能报告》。数据显示，2020年是全球风电行业创纪录的一年，全球新增风电装机93GW，同比增长53%。中国2020年海上风电新增装机量为3.1GW，占全球新增装机的50.45%；目前全球海上风电累计装机已达到53GW，中国占比28%，超过德国，仅次于英国（29%），成为全球第二大海上风电市场。

图 10：预计 2025 年全球风电新增装机容量为 153GW，2021-2025 年 CAGR 为 14%



资料来源：国家能源局，GWEC，浙商证券研究所测算

表 5：预计“十四五”期间中国风电新增装机容量中枢为 70GW（其中海上风电约 8.6GW）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国风电新增装机容量 (GW)	14.5	19.8	33.0	19.3	15.0	20.6	25.7	71.7	48.0	55.0	69.0	85.0	93.0
YOY		37%	67%	-41%	-22%	37%	25%	179%	-33%	15%	25%	23%	9%
中国陆上风电新增装机容量 (GW)	14.5	19.6	32.6	18.7	13.9	18.9	23.8	68.6	40.0	50.0	62.0	75.0	80.0
YOY		35%	67%	-43%	-26%	37%	25%	188%	-42%	25%	24%	21%	7%
中国海上风电新增装机容量 (GW)	0.0	0.2	0.4	0.6	1.2	1.7	2.0	3.1	8.0	5.0	7.0	10.0	13.0
YOY		487%	75%	64%	97%	42%	20%	53%	161%	-38%	40%	43%	30%

资料来源：国家能源局，GWEC，浙商证券研究所测算

表 6：预计 2021-2025 全球风电新增装机容量中枢为 117GW（其中海上风电约 17.6GW）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电新增装机容量 (GW)	36.0	51.7	63.8	54.9	53.5	50.7	60.4	93.0	89.6	96.7	111.2	135.4	152.6
YOY		44%	23%	-14%	-3%	-5%	19%	54%	-4%	8%	15%	22%	13%
中国占全球比例	40%	38%	52%	35%	28%	41%	43%	77%	54%	57%	62%	63%	61%
全球陆上风电新增装机容量 (GW)	34.5	50.2	60.4	52.7	49.0	46.3	54.3	86.9	77.6	86.8	95.5	114.4	123.0
YOY		46%	20%	-13%	-7%	-6%	17%	60%	-11%	12%	10%	20%	7%

全球海上风电新增风电装机容量 (GW)	1.5	1.5	3.4	2.2	4.5	4.4	6.1	6.1	12.0	9.9	15.7	21.0	29.6
YOY	0%	127%	-35%	105%	-2%	39%	-1%	98%	-17%	59%	34%	41%	

资料来源：国家能源局，GWEC，浙商证券研究所测算

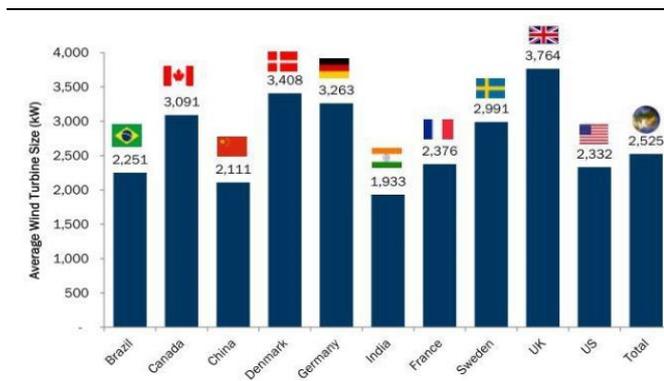
## 2.2. 发展趋势：机组大型化是抢装后进入平价时代的必然选择

风电技术的不断进步带来了机组发电效率的提高、机组成本和维护费用的降低。近5年，更大叶轮、更高塔架机型的快速发展，推动风电的度电成本大幅下降30%以上，目前我国的风力发电成本已与煤电相当。随着风电度电成本的降低，风电竞争力增强，风电发展模式将由补贴驱动转向成本驱动，风电在电源市场的综合竞争力不断提升。

**全球和中国新增装机的风电机组平均功率处在2-3MW，并且持续提升。**根据FTI数据：2017年全球风电机组平均单机功率首次突破2.5MW，达到2.525MW，同比增长16.9%。其中英国、德国、丹麦和加拿大四个国家的平均单机功率超过3MW。主流风电机组(2MW至2.5MW)的全球市场份额达到了60.3%，3MW至3.6MW(不包含3.6MW)风电机组市场份额也增加到23.5%，5MW以上占比达到5.4%。

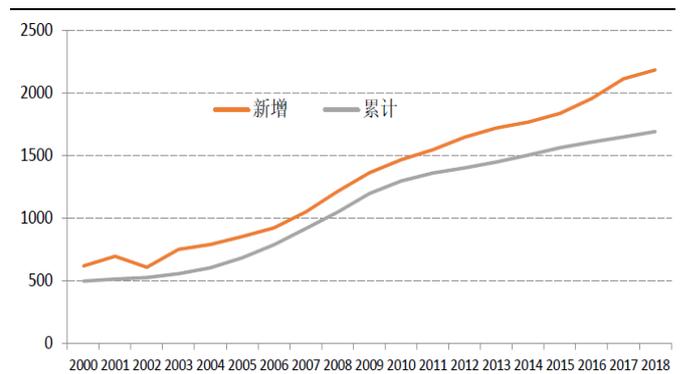
根据CWEA的数据，2018年中国新增装机的风电机组平均功率为2.2MW，同比增长3.4%。其中2MW占比达到50.6%，同比下降7.8%；2MW至3MW(不含3MW)占比达31.9%，同比增长31.7%；3MW至4MW(不含4MW)占比提高至7.1%。

图 11：2017 年不同国家新增风电机组平均单机功率



资料来源：FTI，浙商证券研究所

图 12：2000-2018 年中国新增和累计装机的风电机组功率



资料来源：CWEA，浙商证券研究所

## 2.3. 竞争格局：强者并非恒强，头部市占率差距在缩小

根据彭博新能源财经(BNEF)数据，2020年新增吊装容量中国风电整机制造商前三名分别是金风科技(12.33GW)、远景能源(10.07GW)和明阳智能(5.64)，排名与2019年一致；上海电气(5.07GW)凭借海上风电优势升至第四位，运达股份位列第五(3.98GW)。

**前三大整机制造商的市场份额集中度自2017年以来首次下降。**2020年金风科技、远景能源、明阳智能的市场份额合计49%，同比降低13个百分点；主要系抢装潮带来的行业需求激增，头部风电整机制造商的订单量达到饱和，其他企业新增吊装容量大幅增长。

2020年排名第四至第十的企业(上海电气、运达股份、中车风电、三一重能、东方电气、中国海装、联合动力)新增吊装容量之和相较于2019年实现169%的增长；2020年前三大整机制造商(金风科技、远景能源、明阳智能)的总新增吊装容量同比增长56%。

陆上风电市场竞争激烈，2020 年共有超过 20 家整机制造商供应风机，前五大陆上风电整机制造商合并市场份额仅不到三分之二；海上风电市场格局相对集中，2020 年共七家企业供应风机，吊装容量排名前三的海上风电整机制造商市场份额为 82%。国外整机制造商在中国的新增吊装容量同比增长一倍以上。其中 GE (1GW)，Vestas (1GW)与 Siemens Gamesa (0.4GW) 三家公司 2020 年合计吊装容量在中国市场的占比为 4%。

表 7：2020 年中国风电整机制造商新增吊装容量及市场份额

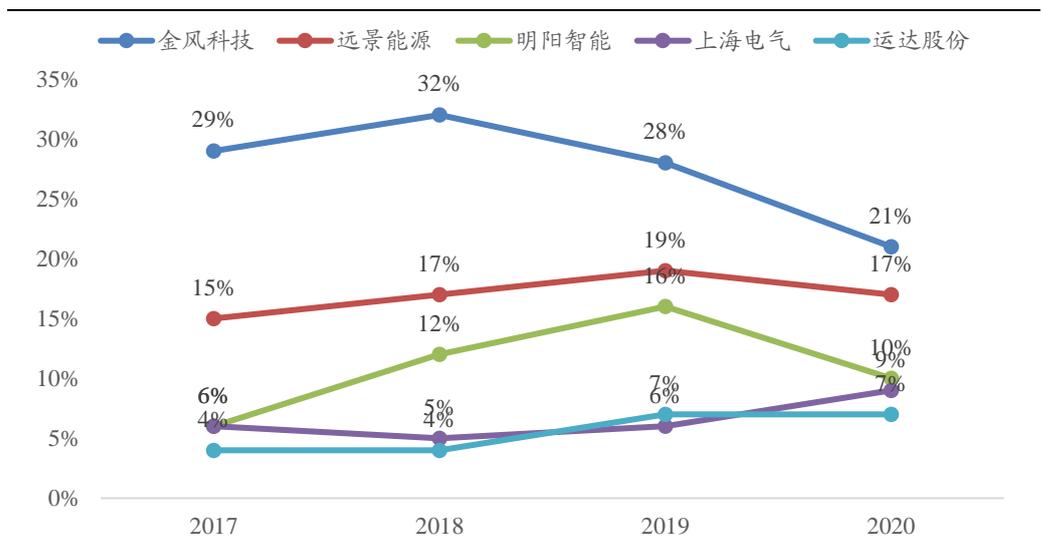
排名	风电整机制造商	2020 年新增吊装容量 (GW)	2020 年中国市场份额
1	金风科技	12.33	21%
2	远景能源	10.07	17%
3	明阳智能	5.64	10%
4	上海电气	5.07	9%
5	运达股份	3.98	7%
6	中车风能	3.84	7%
7	三一重能	3.72	6%
8	东方电气	3.11	5%
9	中国海装	2.92	5%
10	联合动力	2.2	4%
其他 (含国外整机制造商)		4.92	9%

资料来源：BNEF，浙商证券研究所

头部市占率差距在缩小，不断成长的运达股份有望跻身第一梯队。从市场份额看，2017 排名第一的金风科技市占率 29%，大于第二名至第四名的市占率之和 (27%)；2020 年金风科技 (21%) 与排名第二的远景能源 (17%) 的市占率差距缩小至 4 个百分点；2017-2020 年，运达股份的市场份额从 4%稳步提升至 7%。

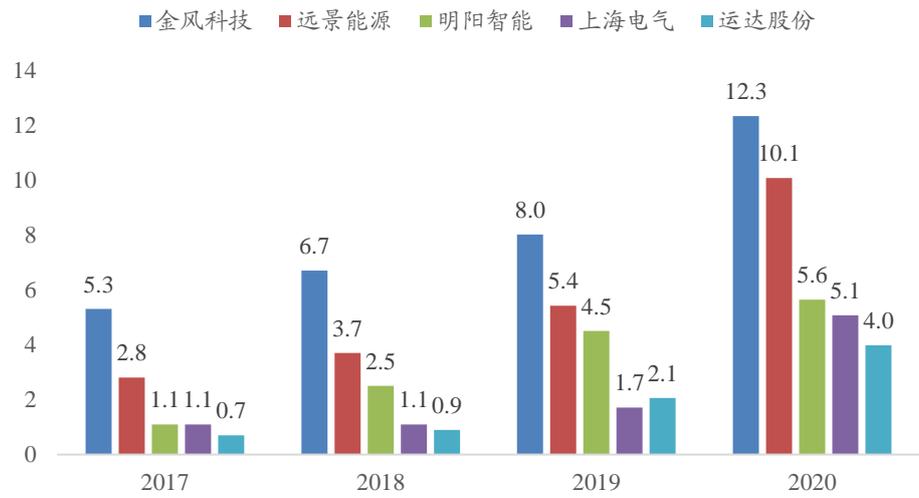
从年新增装机量看，2017-2020 年，运达股份从 0.7GW 跃升至 4.0GW，3 年 CAGR 为 78%，增速高于金风科技 (33%)、远景能源 (53%)、明阳智能 (72%)、上海电气 (66%)，未来有望跻身中国风电整机制造商第一梯队。

图 13：2017-2020 年运达股份中国市场份额从 4%提升至 7%



资料来源：BNEF，浙商证券研究所

图 14：2017-2020 年运达股份中国市场新增装机容量从 0.7GW 提升至 4.0GW



资料来源：BNEF，浙商证券研究所

### 3. 推进“两海”战略取得成效，布局运营业务实现多元化

#### 3.1. 海风：7MW 机组正式下线，海外：越南项目有序开展

**海上风电前景明朗。**2021 年海上风电面临平价压力，除了通过技术和非技术途径降本以外，部分省市地区已出台地补政策，对海上风电继续补贴来满足开发商们的合理收益率，维持海上风电的平稳发展。海上风电技术升级进程加快，行业内已经出现多个致力于深远海漂浮式风电的课题与对应的基础、风机、海缆技术创新，海上风电成本有望快速下降，在“十四五”末实现平价上网。

在国内海上风电产业的上市公司中，大多数公司都实现了海外地区布局。其中，上海电气的海上风电累计装机量位列中国第一、全球第三；其次是金风科技，海上风电累计装机量位列中国第二，全球第五。

明阳智能在陆上和海上风电领域均已进行了长期而深厚的技术积累，具有低成本、高稳定性、高发电量等特性的 MySE 紧凑型半直驱技术路线已经获得了市场的一致认可。2020 年 7 月，明阳智能发布 MySE 11MW-203 半直驱海上风机，成为当前中国最大的海上风机。

**表 8：中国海上风电上市公司相关业务布局**

公司	海上风电业务占比	海上风电业务重点布局区域	海上风电业务概况
上海电气	38%	遍及全球	中国海上风电累计装机量第一，全球第三
金风科技	5%	全球 29 个国家	中国海上风电累计装机量第二，全球第五
明阳智能	22%	意大利、保加利亚、印度、罗马尼亚、巴基斯坦、南非、越南等	2020 年海上风电机组产量 226 台，全球海上风电创新排名第一
湘电集团	61%	国内为主	2020 年风能公司股权出售
东方电气	27%	国内为主	获得 10MW 等级海上风电机组 IEC 设计认证，成为国内首家、全球第二家获得该证书的风电整机制造商
太原重工	18%	国内为主	8MW 海上风电机组研发成功，可为用户提供 EPC 总承包交钥匙工程

资料来源：各公司公告，前瞻网，浙商证券研究所

从经营业绩看，国内海上风电业务收入规模与陆上风电相比较小，但随着我国对于海域的开发和技术的发展，我国海上风电发展可期。从全球市场份额看，根据 GWEC 在 2020 年 8 月发布的《全球海上风电报告 2020》，上海电气的累计装机容量在全球的占比达到了 9.71%，其次是金风科技，占比达到了 4.69%。

表 9：2020 年中国海上风电上市公司相关业务经营情况

公司	海上风电业务收入（亿元）	全球市场份额	累计装机容量（MW）
上海电气	522.3（包括但不限于海上风电）	9.71%	2909
金风科技	29.5	4.69%	1378
明阳智能	50	2.05%	603
湘电集团	28.71	/	71
东方电气	100.85（包括但不限于海上风电）	/	15
太原重工	15.64	/	10

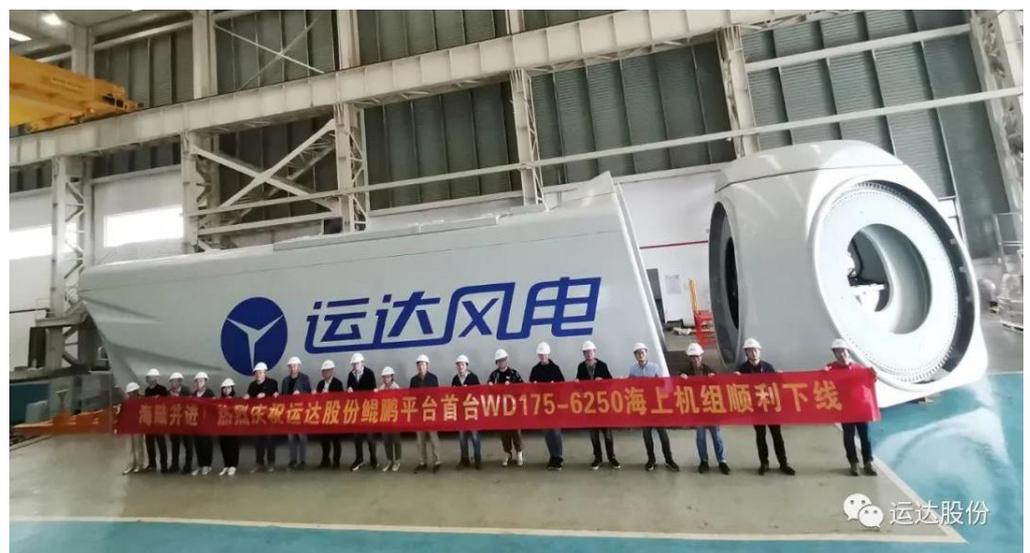
资料来源：各公司公告，前瞻网，浙商证券研究所

“海风系列”首台 7MW 机组正式下线，10MW+机组正在研发。2021 年 4 月，公司“海风系列”7MW 平台产品首台 WD175-6250 海上风电机组正式下线。“海风系列”7MW 平台海上机组基于公司陆上经典高可靠技术路线，深入桨叶、齿轮箱、轴承、变流器、变桨系统、主控系统等核心部件关键系统研究设计，实现核心部件关键系统国产化率 100%。

公司正在研发大容量 10MW+级海上风电机组，将引领海上风电机组平价市场；同时公司还积极探索海上风电+海上牧场、制氢、海上观光旅游等新能源引导的一体化产业模式，为新能源提供新的发展路径与解决方案。

海外市场取得实质性进展。根据 2020 年报，公司在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。2021 年 6 月，公司宣布签署了首个海外海上机组批量订单合同，项目计划于 2021 年完成交付。

图 15：2021 年 4 月，公司首台 WD175-6250 海上风电机组正式下线



资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

### 3.2. 发行可转债加码风电场投资运营，拓展智慧服务发力后市场

2020 年我国风电发电量 4665 亿千瓦时，同比增长 14.74%，弃风率进一步下降，在全部发电量中占比约为 6.29%。随着国内多维度政策的持续推进，我国对于可再生能源电力的需求仍将进一步提高，将会持续带动对风电的需求。

截止 2020 年报，金风科技国内外自营风电场新增权益并网装机容量 1,238MW，转让权益并网容量 437MW，全球累计权益并网装机容量 5,487 MW；国内外权益在建风电场容量 2,818MW；国内已核准未开工资源权益容量为 2,301MW。

在电站运营环节，明阳智能基于“滚动开发”的轻资产运营理念，以“开发一批、建设一批、转让一批”为主要的经营方式。通过对风光资源的“滚动开发”，实现了“设备销售”、“资源开发溢价”和“EPC 价值”等多重价值量。目前明阳智能在运营风电场遍布全国各个区域，已经形成了一个完整的成熟业务形态。

表 10：2020 年中国风电上市公司风电场投资运营相关业务经营情况

公司	风电场营收 (亿元)	风电场毛利率
金风科技	40.2	27.1%
明阳智能	9.9	61.7%
运达股份	0.1	32.9%

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 16：2020 年我国风电发电量占比为 6.29%



资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

依托技术积累和研发资源，业务链延伸至风电场的投资运营。2020 年公司新签订风资源开发协议 170 万千瓦，光伏开发协议 80 万千瓦，共计 250 万千瓦，完成 18.6 万千瓦风电和光伏项目的核准备案。风电场投资建设方面，公司整合优质资源，控股的昔阳泉落 10 万千瓦和张北二台 10 万千瓦项目均于 12 月底前并网发电，同时禹城一期项目顺利开工。截止 2020 年报，公司控股的并网风电场项目容量达到 20 万千瓦，参股的并网风电场项目容量超过 50 万千瓦。

募资昔阳县皋落风电场二期 50MW 项目，有望扩大经营规模增厚业绩。2020 年 12 月，公司公开发行人可转债，募集资金总额 5.77 亿元，建设周期 12 个月，将用于皋落二期风电项目建设（3.24 亿元）、智能风机产品开发（0.80 亿元），并补充流动资金（1.73 亿元）。

该项目拟安装 7 台单机容量为 2.5MW、9 台单机容量为 3.6MW 的风力发电机组，总容量为 49.90MW。风电场虽然前期建设的资金投入大，但运营后现金流稳定，经营风险小；公司向风电场领域延伸后，产生的稳定收益将使得公司抗行业波动的能力增强，进一步完善公司业务结构并提高公司盈利能力。

表 11：2020 年公司发行可转债用于风电场工程项目和风电机组开发项目

项目名称	投资总额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
1 昔阳县皋落风电场二期 50MW 工程项目	3.50	3.24
2 智能型风电机组产品系列化开发项目	0.90	0.80
3 补充流动资金	1.73	1.73
合计	6.13	5.77

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

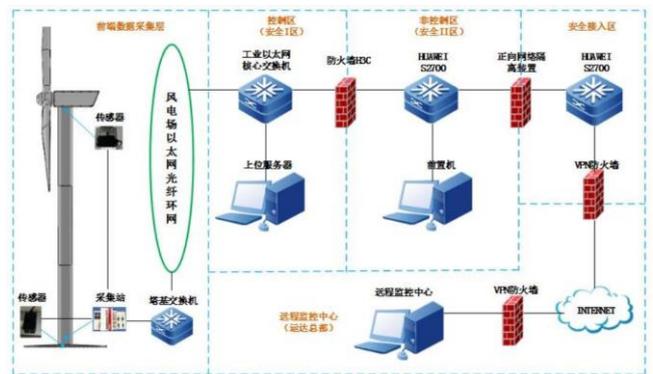
提供风电后市场服务，提升客户服务的满意度。2020 年公司成立了智慧服务中心，提供基于数据驱动的风电机组故障预警与健康评估、智能故障诊断、全生命周期运维、机组提效优化、备件供应、备件维修等一站式服务解决方案，并开发了基于智能的能源物联网技术的智慧服务平台线上服务。

图 17：智慧监测系统示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 18：结构安全监测系统结构拓扑图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 业务拆分

“十四五”期间风电行业将高速发展，我们预计2021-2023年中国风电装机量分别为48GW、55GW、69GW，同比分别增长-33%、15%、25%。根据产业调研，公司当年确认收入的订单构成中25%为前年、50%为去年、25%为当年；同时根据公司在手订单及新签订单，我们预计公司2021-2024年风电机组销售量分别为4.4GW、5.6GW、7.2GW，对应市占率分别为9.2%、10.2%、10.4%。

公司主营业务为风电机组，2020年营收占比为99%，发电收入和其他业务占比较小，在此不作详细拆分。我们对公司2021-2023年盈利预测作出如下假设：

1) 公司2020年该业务营收创历史新高，达113.4亿元，同比增长129%；“十四五”期间风电行业景气度有望持续，公司将受益于大兆瓦机组与海上风电发展，进一步提高市占率向行业龙头迈进，我们预计2021-2023年同比增速分别为9%、12%、9%。

2) 公司2020年该业务毛利率为13.6%；目前在手订单来自本轮“抢装潮”，锁定较高单价，同时公司利用销量提升带来规模效应，有效控制采购成本，我们预计2021-2023年该业务毛利率分别为17%、18%、18%。

**表 12：收入拆分及预测**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	33.11	50.10	114.78	125.17	140.14	152.71
YOY	2%	51%	129%	9%	12%	9%
营业总成本	26.80	41.51	98.89	103.64	114.66	124.93
综合毛利率	19%	17%	14%	17%	18%	18%
<b>风电机组</b>						
营业收入	32.37	48.56	113.39	123.60	138.43	150.88
YOY	2%	50%	134%	9%	12%	9%
毛利率	19%	17%	14%	17%	18%	18%
<b>发电收入</b>						
营业收入	0.03	0.02	0.07	0.07	0.21	0.22
YOY	0%	-33%	250%	0%	200%	5%
毛利率	-	-	33%	33%	33%	34%
<b>其他业务</b>						
营业收入	0.71	1.52	1.32	1.50	1.50	1.60
YOY	-3%	114%	-13%	14%	0%	7%
毛利率	22%	32%	32%	33%	33%	34%

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

“十四五”期间大兆瓦等级将成为主流风电机组的发展方向。根据产业调研，我们预计2021-2023年公司3MW及以上机型营收占比分别为50%、70%、90%，对应销量分别为2.4GW、4.2GW、6.8GW；同时随着3MW及以上机型逐步放量和规模效应显现，对应单价将呈下降趋势，预计2021-2023年分别为2600元/KW、2300元/KW、2000元/KW。

**表 13：风电机组收入拆分及预测**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营收占比</b>						
3MW 及以上	-	4.97%	35.00%	50%	70%	90%
2.5MW	5.26%	36.34%	52.00%	45%	25%	7%
2.2MW 及以下	92.49%	55.62%	11.79%	4%	4%	2%
<b>营收 (亿元)</b>						
3MW 及以上	-	2.41	39.69	61.80	96.90	135.80
YOY	-	-	1544%	56%	57%	40%
2.5MW	1.70	17.65	58.96	55.62	34.61	10.56
YOY	2332%	936%	234%	-6%	-38%	-69%
2.2MW 及以下	29.94	27.01	13.37	4.94	5.54	3.02
YOY	-3%	-10%	-51%	-63%	12%	-46%
合计	31.64	47.07	112.02	122.36	137.04	149.38
<b>销量 (MW)</b>						
3MW 及以上	-	72.0	1232.6	2376.8	4213.0	6789.8
YOY	-	-	1612%	93%	77%	61%
2.5MW	54.9	587.5	1947.5	1853.9	1153.6	352.1
YOY	2411%	970%	231%	-5%	-38%	-69%
2.2MW 及以下	935.6	869.8	448.2	170.5	190.9	104.1
YOY	3%	-7%	-48%	-62%	12%	-46%
合计	990.5	1529.3	3628.3	4401.2	5557.5	7245.9
<b>单价 (元/KW)</b>						
3MW 及以上	-	3352	3220	2600	2300	2000
YOY	-	-	-4%	-19%	-12%	-13%
2.5MW	3100	3004	3028	3000	3000	3000
YOY	-3%	-3%	1%	-1%	0%	0%
2.2MW 及以下	3200	3105	2983	2900	2900	2900
YOY	-6%	-3%	-4%	-3%	0%	0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

## 4.2. 估值探讨

我们选取风电整机制造商龙头企业金风科技、明阳智能、上海电气、东方电气作为可比公司，2021-2023 年可比公司平均估值水平分别为 20/18/16X；考虑到公司技术积淀深厚，管理层注重研发投入，科研成果丰富；随着机组大型化趋势，公司近年来国内市占率上升趋势明显，顺利进军海上风电市场，海外市场逐步打开，业绩有望持续高增长。

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 125/140/153 亿元，同比增长 9%/12%/9%；归母净利润为 4.3/6.0/7.0 亿元，同比增长 134%/40%/17%，对应 PE 31/22/19X；净利率分别为 3.4%/4.3%/4.6%，未来有进一步提升潜力，给予“增持”评级。

**表 14：可比公司估值情况**

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元/股)				PE				PB	PS
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	(LF)	(LF)
金风科技	725	29.6	37.9	42.9	49.2	0.67	0.90	1.02	1.17	25	19	17	15	2.3	1.3
明阳智能	471	13.7	24.5	27.7	32.1	0.95	1.26	1.42	1.64	26	19	17	15	2.9	2.1
上海电气	774	37.6	41.4	45.0	48.2	0.25	0.26	0.29	0.31	20	19	17	16	1.2	0.6
东方电气	515	18.6	23.0	25.8	28.6	0.60	0.74	0.83	0.92	28	22	20	18	1.6	1.4
行业平均										25	20	18	16	2.0	1.3
运达股份	151	1.7	4.0	6.0	7.0	0.59	1.45	2.04	2.38	76	31	22	19	6.6	1.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：股价采用 2021 年 9 月 3 日收盘价，可比公司采用 Wind 一致预测值

## 5. 风险提示

- 1) 原材料价格波动; 2) 风电政策推进不及预期

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	11944	12354	13858	15091	<b>营业收入</b>	11478	12516	14013	15270
现金	3500	3144	3281	3942	营业成本	9889	10363	11465	12455
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	14	50	56	61
应收账款	3808	4258	4769	5199	营业费用	1159	1252	1401	1512
其它应收款	56	63	70	76	管理费用	52	56	63	61
预付账款	244	311	344	374	研发费用	397	438	490	550
存货	3747	3988	4804	4910	财务费用	(95)	(12)	(9)	(15)
其他	590	590	590	590	资产减值损失	(2)	(2)	(2)	(3)
<b>非流动资产</b>	4074	4342	4697	5097	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	20	20	20	20
长期投资	253	253	253	253	其他经营收益	76	58	62	66
固定资产	540	747	977	1235	<b>营业利润</b>	151	450	631	735
无形资产	47	46	46	45	营业外收支	(1)	(2)	(2)	(2)
在建工程	1017	1079	1204	1348	<b>利润总额</b>	150	448	629	733
其他	2217	2217	2217	2217	所得税	(23)	20	28	33
<b>资产总计</b>	16018	16696	18556	20188	<b>净利润</b>	173	428	600	700
<b>流动负债</b>	12776	13254	14401	15333	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	2	50	2	<b>归属母公司净利润</b>	173	428	600	700
应付款项	9595	10055	11124	12084	EBITDA	196	472	668	781
预收账款	0	0	0	0	EPS(最新摊薄)	0.59	1.45	2.04	2.38
其他	3181	3197	3227	3246	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	1399	1171	1283	1284		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	257	257	257	257	<b>成长能力</b>				
其他	1142	914	1026	1027	营业收入	129.09%	9.05%	11.96%	8.97%
<b>负债合计</b>	14175	14425	15684	16617	营业利润	31.59%	180.70%	40.25%	16.60%
少数股东权益	62	62	62	62	归属母公司净利润	55.08%	134.33%	40.44%	16.66%
归属母公司股东权益	1782	2209	2810	3510	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	16018	16696	18556	20188	毛利率	13.84%	17.20%	18.18%	18.44%
					净利率	1.59%	3.42%	4.28%	4.59%
					ROE	10.83%	20.78%	23.35%	21.74%
					ROIC	6.84%	16.75%	18.89%	18.14%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	88.49%	86.40%	84.53%	82.31%
					净负债比率	1.85%	1.79%	1.95%	1.56%
					流动比率	0.93	0.93	0.96	0.98
					速动比率	0.64	0.63	0.63	0.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.83	0.77	0.80	0.79
					应收帐款周转率	3.59	3.11	3.11	3.07
					应付帐款周转率	2.75	2.27	2.33	2.31
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.62	1.45	2.04	2.38
					每股经营现金	-2.68	-0.27	1.58	3.87
					每股净资产	6.06	7.52	9.56	11.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	72.10	30.77	21.91	18.78
					P/B	7.38	5.95	4.68	3.75
					EV/EBITDA	8.63	21.93	15.35	12.22

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(788)	(80)	464	1136
净利润	182	428	600	700
折旧摊销	74	36	49	63
财务费用	(95)	(12)	(9)	(15)
投资损失	(20)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	3490	(268)	662	517
其它	(4420)	(244)	(818)	(109)
<b>投资活动现金流</b>	(631)	(285)	(384)	(443)
资本支出	(647)	(302)	(402)	(460)
长期投资	(62)	(0)	0	(0)
其他	78	17	17	17
<b>筹资活动现金流</b>	787	9	57	(32)
短期借款	(30)	2	48	(48)
长期借款	257	0	0	0
其他	561	7	9	15
<b>现金净增加额</b>	(632)	(355)	137	661

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>