

市占率大幅提升，大型化凸显盈利弹性

投资要点

- 事件:**公司发布2021年年度报告，全年实现营收160.41亿元，同比增长39.75%；实现归母净利润4.90亿元，同比增长183.13%；扣非净利润4.80亿元，同比增长251.50%；EPS1.59元。
- 风机销量快速增长，营收与市占率稳步提升。**2021年公司风机销售容量5464.9MW，同比增长50.62%；销售台数1785台，同比增长28.79%。公司风机单位均价为2.88元/MW，较2020年下降7.92%，但由于销量增速更快，风机营收仍保持良好增长。2021年公司风电机组实现营收157.26亿元，同比增长38.69%。在风机出货增长、国内风电新增装机47.57GW同比小幅下降情形下，公司风机市占率稳步提升。根据BNEF数据，2021年公司在国内市场中新增吊装容量7.64GW，同比增长91.96%，在国内市场份额由2020年的7%提升至2021年的14%，市占率排名提升至Top3，仅次于金风和远景。
- 风机大型化有效助力降本，盈利能力同比提升。**2021年风机招标价格不断下降，公司风机单瓦均价亦有所下降。公司加速推进风机大型化，4MW以上销售容量占比13%，5MW以上占比6%，较2020年显著提高。风机大型化有效推动成本下降，21年公司风机平均单瓦成本为2.40元，同比下降10.96%，降幅大于销售均价变化，带来公司盈利能力提升。即使考虑运输费用调整，2021年公司风机毛利率为16.46%，同比亦有约3pp提升；剔除运费因素后同比提升约7pp，充分凸显大型化带来的降本与盈利优势。
- 研发投入占比提高，海风系列不断突破，公司长期成长空间广阔。**公司研发投入占比同比提升0.35pp至4.12%，主要着力海风和大型机组，以及核心零部件研发。在此基础上海风项目不断突破，完成7MW和9MW平台海风机组设计并取得认证，在“十四五”海风进入高成长期的背景下，成长空间清晰且广阔。
- 盈利预测与投资建议:**在原材料成本上涨、风机招标价格大幅下降趋势下，公司通过大型化降本，盈利能力凸显。我们预计公司未来三年归母净利润将保持23.39%的复合增长率，维持“持有”评级。
- 风险提示:**原材料成本上涨，公司盈利能力下降的风险；汇率波动的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16040.66	17170.00	23850.00	28000.00
增长率	39.75%	7.04%	38.91%	17.40%
归属母公司净利润(百万元)	489.83	661.58	792.23	920.11
增长率	183.13%	35.06%	19.75%	16.14%
每股收益EPS(元)	1.44	1.95	2.34	2.71
净资产收益率ROE	17.69%	19.95%	20.08%	19.73%
PE	23	17	14	12
PB	4.21	3.52	2.95	2.49

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

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	3.39
流通A股(亿股)	1.92
52周内股价区间(元)	14.12-67.1
总市值(亿元)	114.54
总资产(亿元)	247.14
每股净资产(元)	8.03

相关研究

- 运达股份(300772):公司业绩大幅增长，在手订单充足 (2021-08-29)

关键假设：

假设 1：2022-2024 年公司风机销量分别为 600MW、900MW、1100MW，毛利率分别为 18%、17%、16%。

假设 2：发电业务保持较为稳定的增长和毛利率。

假设 3：其他业务发展稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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	2021A	2022E	2023E	2024E
风电机组	收入	15726.3	16800.0	23400.0
	增速	38.7%	6.8%	39.3%
	成本	13137.3	13776.0	19422.0
	毛利率	16.5%	18.0%	17.0%
发电收入	收入	94.4	120.0	150.0
	增速	1327.2%	27.2%	25.0%
	成本	30.5	48.0	60.0
	毛利率	68%	60%	60%
其他	收入	220.0	250.0	300.0
	增速	66.8%	13.6%	20.0%
	成本	171.6	200.0	246.0
	毛利率	22.0%	20.0%	18.0%
合计	收入	16040.7	17170.0	23850.0
	增速	39.8%	7.0%	38.9%
	成本	13339.4	14024.0	19728.0
	毛利率	16.8%	18.3%	17.3%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16040.66	17170.00	23850.00	28000.00	净利润	493.06	661.58	792.23	920.11
营业成本	13339.43	14024.00	19728.00	23435.00	折旧与摊销	108.21	150.83	150.83	150.83
营业税金及附加	42.64	42.09	55.10	67.63	财务费用	-7.54	35.75	41.26	40.26
销售费用	1365.90	1631.00	2211.10	2581.89	资产减值损失	-52.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	91.08	738.31	977.85	924.00	经营营运资本变动	1181.60	-2820.22	1024.65	952.42
财务费用	-7.54	35.75	41.26	40.26	其他	574.78	8.12	-6.12	1.71
资产减值损失	-52.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2297.92	-1963.93	2002.85	2065.33
投资收益	26.94	0.00	0.00	0.00	资本支出	-855.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-281.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1137.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	490.56	698.84	836.69	951.22	短期借款	74.13	-74.13	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.41	-2.44	-2.76	-2.66	长期借款	321.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	487.15	696.40	833.93	948.56	股权融资	651.44	0.00	0.00	0.00
所得税	-5.91	34.82	41.70	28.46	支付股利	0.00	-132.77	-163.66	-202.23
净利润	493.06	661.58	792.23	920.11	其他	-541.82	-57.93	-41.26	-40.26
少数股东损益	3.23	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	505.75	-264.83	-204.91	-242.49
归属母公司股东净利润	489.83	661.58	792.23	920.11	现金流量净额	1666.65	-2228.77	1797.94	1822.84
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4835.73	2606.96	4404.90	6227.74	成长能力				
应收和预付款项	6961.56	7280.83	9880.81	11803.73	销售收入增长率	39.75%	7.04%	38.91%	17.40%
存货	6163.01	6471.18	9112.63	10823.61	营业利润增长率	225.37%	42.46%	19.72%	13.69%
其他流动资产	966.68	432.00	600.08	704.49	净利润增长率	184.99%	34.18%	19.75%	16.14%
长期股权投资	312.14	312.14	312.14	312.14	EBITDA 增长率	356.66%	49.76%	16.19%	11.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2406.36	2268.06	2129.76	1991.47	毛利率	16.84%	18.32%	17.28%	16.30%
无形资产和开发支出	99.02	86.99	74.97	62.94	三费率	9.04%	14.01%	13.54%	12.66%
其他非流动资产	2969.67	2969.16	2968.65	2968.14	净利润率	3.07%	3.85%	3.32%	3.29%
资产总计	24714.16	22427.32	29483.94	34894.26	ROE	17.69%	19.95%	20.08%	19.73%
短期借款	74.13	0.00	0.00	0.00	ROA	2.00%	2.95%	2.69%	2.64%
应付和预收款项	15458.02	16025.07	22112.07	26582.87	ROIC	-18.37%	-42.07%	-159.79%	-86.09%
长期借款	578.61	578.61	578.61	578.61	EBITDA/销售收入	3.69%	5.16%	4.31%	4.08%
其他负债	5816.05	2507.62	2848.66	3070.29	营运能力				
负债合计	21926.81	19111.29	25539.33	30231.78	总资产周转率	0.79	0.73	0.92	0.87
股本	338.99	338.99	338.99	338.99	固定资产周转率	13.17	9.40	14.13	18.06
资本公积	1287.42	1287.42	1287.42	1287.42	应收账款周转率	3.02	2.48	2.87	2.66
留存收益	1157.81	1686.62	2315.19	3033.07	存货周转率	2.69	2.22	2.53	2.35
归属母公司股东权益	2722.42	3251.09	3879.67	4597.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.35%	—	—	—
少数股东权益	64.94	64.94	64.94	64.94	资本结构				
股东权益合计	2787.36	3316.03	3944.61	4662.48	资产负债率	88.72%	85.21%	86.62%	86.64%
负债和股东权益合计	24714.16	22427.32	29483.94	34894.26	带息债务/总负债	2.98%	3.03%	2.27%	1.91%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	0.96	1.00	1.03	1.06
EBITDA	591.24	885.43	1028.78	1142.31	速动比率	0.65	0.61	0.64	0.67
PE	23.38	17.31	14.46	12.45	股利支付率	0.00%	20.07%	20.66%	21.98%
PB	4.21	3.52	2.95	2.49	每股指标				
PS	0.71	0.67	0.48	0.41	每股收益	1.44	1.95	2.34	2.71
EV/EBITDA	7.32	7.30	4.53	2.49	每股净资产	8.03	9.59	11.44	13.56
股息率	0.00%	1.16%	1.43%	1.77%	每股经营现金	6.78	-5.79	5.91	6.09
					每股股利	0.00	0.39	0.48	0.60

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

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

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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
	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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	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
	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
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn