

运达股份 (300772. SZ)

整机销量/订单再创新高，“两海”布局实现突破

买入

核心观点

全年业绩符合预期，计提减值损失合计 5.4 亿元。2022 年公司实现营业收入 173.84 亿元 (+7.57%)，实现归母净利润 6.16 亿元 (+5.12%)；销售毛利率 17.77% (+0.93pct.)，销售净利率 3.55% (+0.48pct.)；计提资产减值损失 1.35 亿元，信用减值损失 4.09 亿元。2023 年第一季度公司实现营业收入 34.82 亿元 (+2.00%)，归母净利润 0.74 亿元 (-34.05%)，销售毛利率 16.67%，销售净利率 2.13%。

全年风机销量同比增长 30%，毛利率稳中有增。2022 年公司风机销售收入 163.17 亿元 (+3.76%)，销售容量 7.12GW (+30.26%)，销售均价 2292 元 /kW (-20.36%)，销售毛利率 17.10% (+0.63pct.)。2022 年以来大兆瓦机组快速实现批量交付，风机销售价格与成本快速下降，公司风机销售毛利率稳中有增。

机组大型化趋势明显，在手订单超 19GW。2022 年公司销售机型中 5MW 及以上 2.69GW，占比高达 37.7%，陆上机型已快速完成 3.X 至 5.X+ 的转变。2022 年公司新增订单 12.28GW，2023 年一季度新增订单 4.52GW，四季度以来公司拿单势头高涨。截至 2023 年一季度末，公司在手订单高达 19.81GW，创历史新高，其中 6MW 及以上订单高达 7.96GW。

“两海”战略迎来拐点，公司产品获欧洲开发商认可。2022 年公司新增海外订单 0.26GW，2023 年以来，公司先后斩获塞尔维亚出口订单 0.96GW，业主均为意大利芬特尔能源集团。2022 年公司先后斩获国电浙江象山项目 500MW 和大连庄河场址 V 项目 250MW 订单，实现国内海上风电订单突破。

电站开发快速推进，新增 EPC/储能业务。公司全年新增风光储开发资源超 4GW (+150%)，新增开工容量超过 0.6GW，新增核准/备案风电光伏权益装机 1.16GW。此外公司开辟 EPC、储能、数字化业务，助力公司全方位发展。

风险提示：风机行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；电站建设进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

基于国内整机销售价格和公司电站开发进度，我们下调 23-24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 6.48/8.53/11.69 亿元 (23-24 年原预测值为 7.71/10.92 亿元)，同比增速分别为 5.0/31.7/37.0%，摊薄 EPS 分别为 0.92/1.22/1.66 元，当前股价对应 PE 分别为 14.7/11.2/8.2 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,041	17,384	19,094	22,123	25,108
(+/-%)	39.8%	8.4%	9.8%	15.9%	13.5%
净利润(百万元)	490	616	648	853	1169
(+/-%)	183.1%	25.9%	5.0%	31.7%	37.0%
每股收益(元)	1.28	0.88	0.92	1.22	1.66
EBIT Margin	3.9%	5.5%	4.8%	5.7%	6.6%
净资产收益率(ROE)	21.3%	15.9%	12.4%	14.6%	17.4%
市盈率(PE)	10.6	15.5	14.7	11.2	8.2
EV/EBITDA	37.1	30.4	26.1	21.6	18.2
市净率(PB)	1.87	1.92	1.74	1.54	1.32

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

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺 **联系人：**王晓声
010-88005313 010-88005231
wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.59 元
总市值/流通市值	9541/9289 百万元
52 周最高价/最低价	30.21/13.30 元
近 3 个月日均成交额	175.15 百万元

市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告

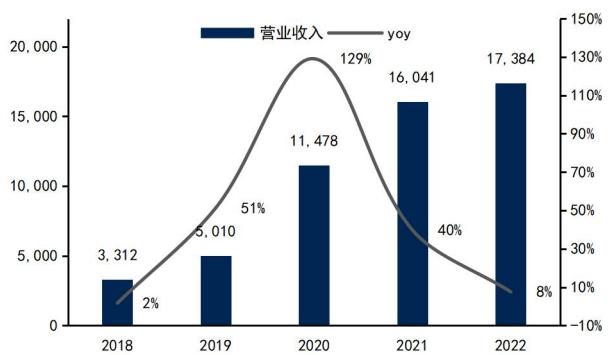
《运达股份 (300772. SZ) - 销量订单双创新高，加速海风与电站布局未来可期》——2022-03-14
《运达股份-300772-2021 年半年报点评：毛利率显著提升，新增订单强劲》——2021-08-29

全年业绩符合预期，盈利能力保持稳定。2022年公司实现营业收入173.84亿元(+7.57%)，实现归母净利润6.16亿元(+5.12%)，实现扣非净利润5.68亿元(-1.46%)。全年公司销售毛利率17.77%(+0.93pct.)，销售净利率3.55%(+0.48pct.)；计提资产减值损失1.35亿元，信用减值损失4.09亿元。

第四季度计提大额信用减值损失。2022年第四季度公司实现营业收入67.62亿元(同比-6.92%，环比+75.82%)，归母净利润1.57亿元(同比-32.32%，环比-4.85%)，扣非净利润1.46亿元(同比-36.28%，环比-4.58%)；单季度销售毛利率17.07%(同比-2.57pct.，环比+0.26pct.)，销售净利率2.34%(同比-0.91pct.，环比-1.94pct.)。单季度公司计提信用减值损失3.30亿元。

信用减值拖累2023年一季度业绩。2023年第一季度公司实现营业收入34.82亿元(+2.00%)，归母净利润0.74亿元(-34.05%)，扣非净利润0.53亿元(-52.52%)，销售毛利率16.67%，销售净利率2.13%。2023年第一季度公司计提信用减值损失1.26亿元。

图1：公司年度营业收入及增速(单位：百万元、%)



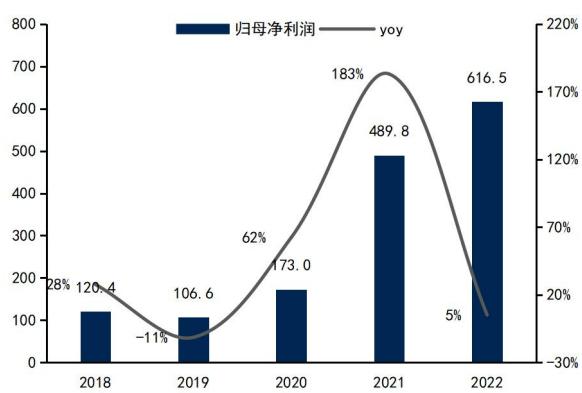
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司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：公司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：公司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

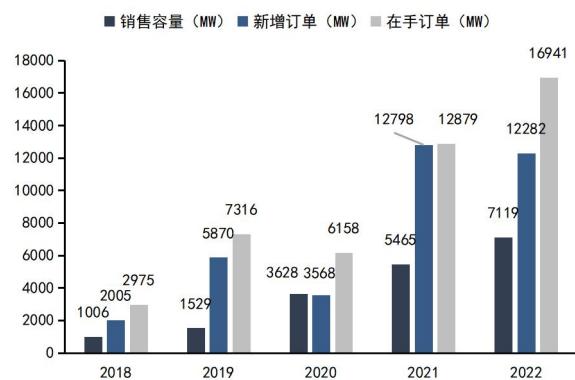
毛利率整体保持稳定，减值影响销售净利率。在风机销售价格竞争激烈的背景下，公司整体盈利能力稳中有升，2022年公司销售毛利率17.8%，同比+1.0pct.，销售净利率3.6%，同比+0.5pct.。分季度看，2022年各季度公司销售毛利率整体保持稳定，受2022年四季度和2023年一季度减值金额较大影响销售净利率有所下降。

图5：公司年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）

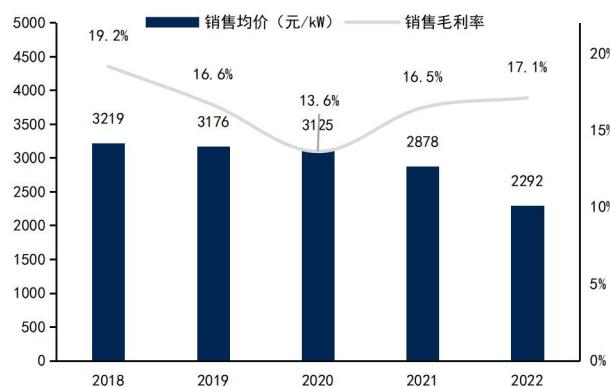

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）

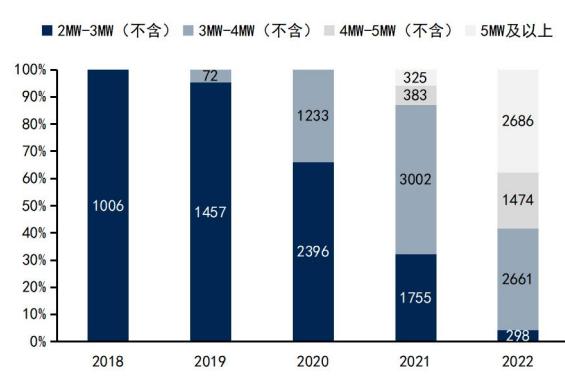

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司年度销量、新增和在手订单（单位：MW）


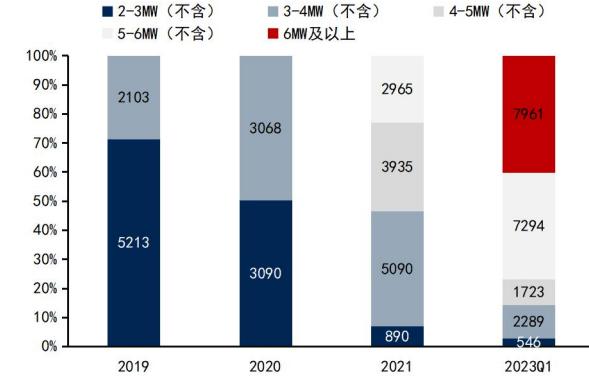
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司年度风机销售均价与毛利率（单位：元/kW, %）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司风机销售机型结构（单位：MW）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

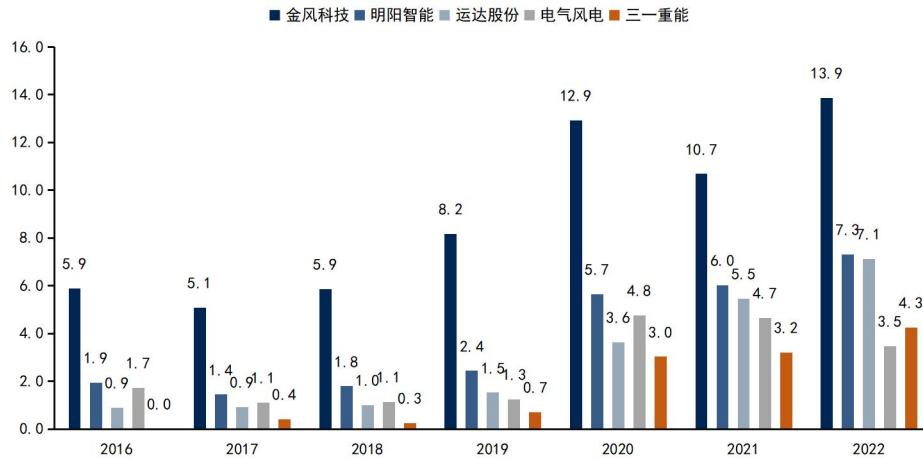
图10：公司在手订单机型结构（单位：MW）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全年风机销售容量同比增长30%，毛利率稳中有增。2022年公司风机销售收入163.17亿元(+3.76%)，销售容量7.12GW(+30.26%)，销售均价2292元/kW(-20.36%)，销售毛利率17.10%(+0.63pct.)。2022年以来大兆瓦机组快速实现批量交付，风机销售价格与成本快速下降，公司风机销售毛利率稳中有增。

机组大型化趋势显著，公司在手订单突破 19GW。分结构看，2022 年公司销售机型中 5MW 及以上高达 2.69GW，占比高达 37.7%，2021 年仍为主力出货机型的 3-4MW 出现下降，可见陆上风电机型已快速完成 3.X 至 5.X+ 的转变。根据我们估计，2022 年第一季度至 2023 年第一季度公司新增订单容量分别为 1.89GW、2.10GW、2.62GW、5.68GW 和 4.52GW，2022 年第四季度以来公司拿单势头高涨。截至 2023 年一季度末，公司在手订单高达 19.81GW，创历史新高，其中 6MW 及以上订单高达 7.96GW。

图 11：风电整机上市公司历年销量（单位：GW）



资料来源：各公司公告、CWEA，国信证券经济研究所整理

注：三一重能装机数据来自 CWEA

图 12：风电整机上市公司在手订单（单位：GW）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年头部整机企业均实现销量增长，在手订单支撑 23-24 年交付高峰。根据各公司公告和 CWEA 数据，金风科技、明阳智能、运达股份、三一重能 2022 年风机销量均实现正增长，电气风电受海上风电装机下滑影响销量有所下降。截至 2022 年底，金风科技、明阳智能、运达股份在手订单均创新高，我们预计 2023-2024 年我国风电将迎来交付高峰。

“两海”战略迎来拐点，公司产品获欧洲开发商认可。2022 年公司新增海外订单 0.26GW。2023 年以来，公司先后斩获塞尔维亚陆上风机出口订单 0.96GW，业主均为意大利芬特尔能源集团（Fintel Energia Group），其中 Maestrale Ring 项目

总装机容量高达 0.85GW，建成后有望成为欧洲最大的陆上风电场。2022 年公司先后斩获国电浙江象山项目 500MW 和大连庄河场址 V 项目 250MW 订单，实现国内海上风电订单突破。

电站业务快速推进，全年新增项目资源超 4GW。2022 年公司实现发电收入 2.59 亿元 (+20.35%)，毛利率 55.68% (-29.24pct.)，毛利率下降主要系部分风场来风情况较差。公司全年新增风光储开发资源超 4GW (+150%)，新增开工容量超过 0.6GW，新增核准/备案风电光伏权益装机 1.16GW。截至 22 年底，公司在建新能源电站项目 0.63GW，我们预计在建项目有望在 2023 年底前全部完成并网，未来发电将成为公司重要的利润和现金流来源。

开辟 EPC、储能、数字化业务，助力公司全方位发展。2022 年公司首次进入新能源 EPC 领域，实现收入 4.22 亿元，全年新增订单超 50 亿元。2022 年公司完成 2.5MW/3MWh 储能系统产品开发与研制并批量交付，全年完成 95MWh 配套储能产品交付。公司与中国电科院、三峡新能源成立电科新能，积极开拓新能源数字化业务及并网侧产品和服务业务。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

公司是陆上风电整机优质企业，行业竞争加剧情况下盈利能力保持稳定，公司实现海上风电与海外市场突破，长期成长性良好；公司快速布局风电场开发业务，储备资源充足。基于国内整机销售价格和公司电站开发进度，我们下调 23-24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 6.48/8.53/11.69 亿元（23-24 年原预测值为 7.71/10.92 亿元），同比增速分别为 5.0/31.7/37.0%，摊薄 EPS 分别为 0.92/1.22/1.66 元，当前股价对应 PE 分别为 14.7/11.2/8.2 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2023 年 4 月 28 日）

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资 评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
002202	金风科技	10.96	463	0.82	0.56	0.80	0.99	20.1	19.5	13.7	11.1	-
601615	明阳智能	20.66	469	1.59	1.52	2.36	3.01	16.5	16.6	8.8	6.9	-
688349	三一重能	33.68	401	1.61	1.39	1.94	2.52	20.9	21.1	17.4	13.4	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：均采用 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4836	6301	2500	2500	2500	营业收入	16041	17384	19094	22123	25108
应收款项	6835	6754	5231	6061	6879	营业成本	13339	14295	15789	18147	20427
存货净额	6163	5916	6277	7273	8255	营业税金及附加	43	61	48	55	63
其他流动资产	772	1113	884	1016	1144	销售费用	1366	1434	1578	1766	1964
流动资产合计	18927	20955	15851	17949	20009	管理费用	91	119	164	210	237
固定资产	2406	3397	4568	7000	8869	研发费用	577	512	611	686	778
无形资产及其他	99	164	353	542	731	财务费用	(8)	(5)	135	235	311
投资性房地产	2970	4055	3628	4203	4771	投资收益	27	48	20	20	20
长期股权投资	312	414	414	414	414	资产减值及公允价值变动	(246)	(544)	(260)	(260)	(250)
资产总计	24714	28985	24815	30108	34794	其他收入	324	682	371	321	311
短期借款及交易性金融负债	96	1077	3004	3321	3184	营业利润	491	609	641	845	1160
应付款项	15198	15810	7265	8322	9332	营业外净收支	(3)	(3)	0	0	0
其他流动负债	1058	1092	1300	1487	1667	利润总额	487	606	641	845	1160
流动负债合计	19679	20805	15578	17776	19455	所得税费用	(6)	(11)	(6)	(8)	(9)
长期借款及应付债券	579	967	2047	4207	6007	少数股东损益	3	1	0	0	0
其他长期负债	1669	2252	1704	1916	2125	归属于母公司净利润	490	616	648	853	1169
长期负债合计	2248	3219	3751	6123	8132	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	21927	24024	19329	23899	27587	净利润	490	616	648	853	1169
少数股东权益	65	106	106	106	106	资产减值准备	(142)	(274)	(160)	(160)	(150)
股东权益	2722	4855	5379	6103	7101	折旧摊销	107	139	190	279	392
负债和股东权益总计	24714	28985	24815	30108	34794	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(8)	(5)	135	235	311
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1166	(417)	(5852)	(216)	(244)
每股收益	1.28	0.88	0.92	1.22	1.66	其它	677	128	(274)	587	650
每股红利	0.22	0.18	0.18	0.24	0.33	经营活动现金流	2298	193	(5448)	1343	1816
每股净资产	7.28	7.07	7.81	8.84	10.27	资本开支	(1114)	(1298)	(1550)	(2900)	(2450)
ROIC	19%	17%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(23)	(43)	448	(556)	(547)
ROE	21%	16%	12%	15%	17%	投资活动现金流	(1137)	(1341)	(1102)	(3456)	(2997)
毛利率	17%	18%	17%	18%	19%	权益性融资	451	1513	0	0	0
EBIT Margin	4%	6%	5%	6%	7%	负债净变化	47	1228	3006	2477	1663
EBITDA Margin	5%	6%	6%	7%	8%	支付股利、利息	0	(85)	(123)	(130)	(171)
收入增长	40%	8%	10%	16%	13%	其它融资现金流	8	5	(135)	(235)	(311)
净利润增长率	183%	26%	5%	32%	37%	融资活动现金流	506	2661	2749	2113	1181
资产负债率	89%	83%	78%	79%	79%	现金净变动	1667	1512	(3801)	0	0
股息率	0.0%	1.6%	1.3%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	3500	4836	6301	2500	2500
P/E	10.63	15.48	14.73	11.18	8.16	货币资金的期末余额	4836	6301	2500	2500	2500
P/B	1.87	1.92	1.74	1.54	1.32	企业自由现金流	790	(594)	(6287)	(1555)	(639)
EV/EBITDA	37.12	30.45	26.11	21.59	18.18	权益自由现金流	1280	638	(3416)	685	710

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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