

运达股份（300772.SZ）

订单稳健增长，“两海战略”初见成效

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 风电设备

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050002
证券分析师：袁阳	0755-22940078	yuanyang2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030002

事项：

近日，公司拟通过浙江产权交易所公开挂牌方式转让全资子公司酒泉达凯能源开发有限公司和酒泉信达智慧能源开发有限公司 100% 的股权，以经国资备案的资产评估价对应的股权价值为基础确定挂牌价格，挂牌价格分别为 3.16 亿元及 4.11 亿元，两家子公司合计拥有装机容量 250MW 的风电运营项目。今年 5 月，公司还与日本企业丸红商社签署全球战略合作协议，双方将在可再生能源领域开展合作，有助于加速公司海外市场的拓展。今年以来，浙江省以竞争性配置方式推动省管海域风电“应开尽开”，加大深远海风电示范试点力度，公司有望受益于省内海上风电订单放量。

国信电新观点：公司是国内最早从事风力发电技术研究的企业之一，2023 年风电吊装容量排名全国第 3 位，在超大叶轮轻量化风电机组、电网友好主动支撑型风电机组、高塔架低风速风电机组等产品开发方面取得了积极成果。公司推动“两海战略”，在大兆瓦风机的技术、产能及度电成本上，已经具备拓宽海上和海外风电业务的实力基础，目前在东南亚、中亚及西亚风电市场进展顺利，并积极开拓欧洲、南美等市场。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 5.43/7.42/10.37 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.8/9.4/6.7 倍，给予“优于大市”评级。

评论：

◆ 业绩回顾

国内风电市场在 2020-2021 年经历了补贴时代的抢装潮，设备企业普遍实现增长的经营业绩。进入 2022 年一方面国内平价项目建设需要降低建设成本，设备企业利润承压；另一方面国内疫情也导致下游项目建设延迟，2022 年行业出现装机需求负增长的情况。2023 年新能源大基地带动了国内机组大型化趋势。由于下游建设推迟，价值量和盈利能力更强的出口和海上机型未对整体市场有明显拉动。在经历 2022-2023 年的蛰伏期之后，我们预计 2024 年风电市场迎来企稳回暖的趋势。

由于上述行业变化的挑战，公司盈利能力明显承压。2020 年以来公司收入维持增长趋势，但增速有所放缓。2023 年公司实现营业收入 187.3 亿元，同比增长 7.7%，2020-2023 年公司营业收入 CAGR 为 17.7%。2024 年一季度公司实现营业收入 37.5 亿元，同比增长 7.8%。从单季度数据来看，公司营收存在明显的季节性波动，主要原因系风机行业在四季度集中交付结算。

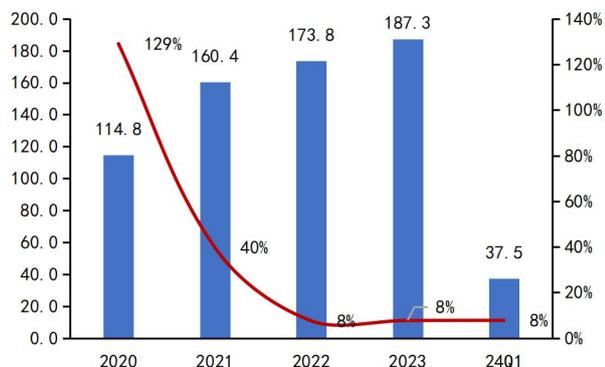
2023 年公司实现归母净利润 4.1 亿元，同比下降 32.8%，2020-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 33.8%。2023 年业绩下滑主要原因在于风电市场竞争加剧拖累风机中标价格，公司毛利率同比下滑 4.1pct. 至 13.7%。2024 年一季度，公司实现归母净利润 0.7 亿元，同比下降 4.2%。

从盈利能力来看，受风电市场竞争加剧影响，2023 年公司毛利率同比下滑 4.1pct.，2024 年一季度毛利率水平有所回暖。2020 年以来公司净利率水平维持在 2%-4% 范围内。2022 年公司向全体股东配股，总股本增加 29% 至 7.02 亿股，摊薄公司 ROE 水平。

从期间费用来看，2020 年以来公司销售费用率及研发费用率均呈现下降趋势，管理费用率则从 2020 年的

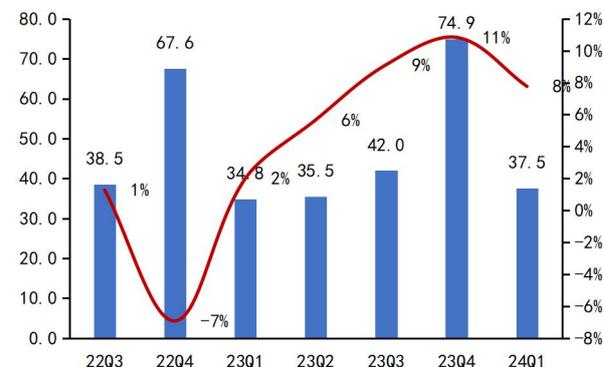
0.5%增长到 2023 年的 0.8%。

图1: 公司营业收入及同比增速 (亿元、%)



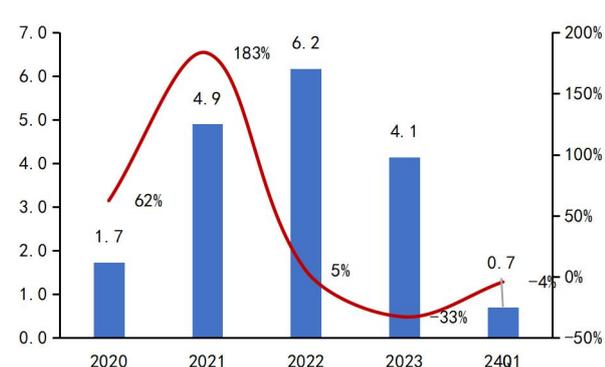
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速 (亿元、%)



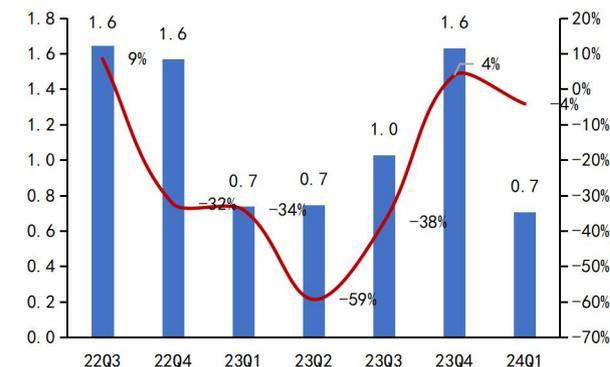
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速 (亿元、%)



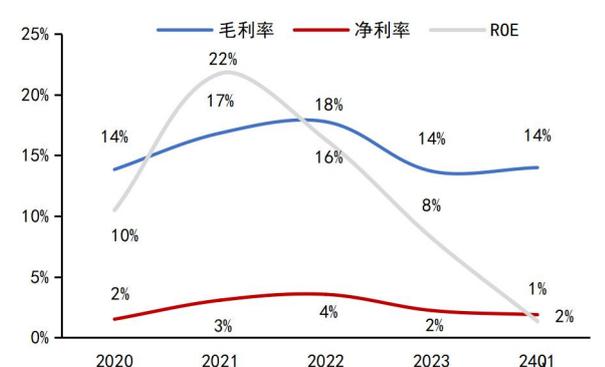
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)

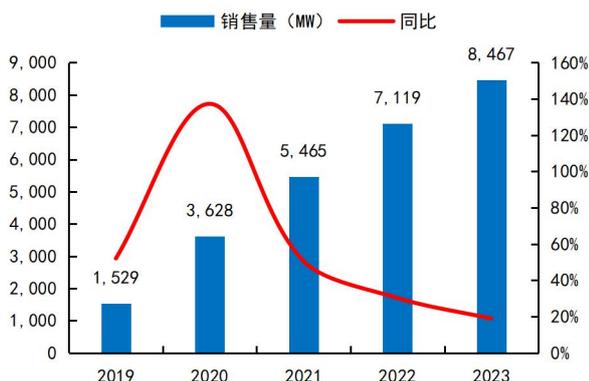


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 经营数据

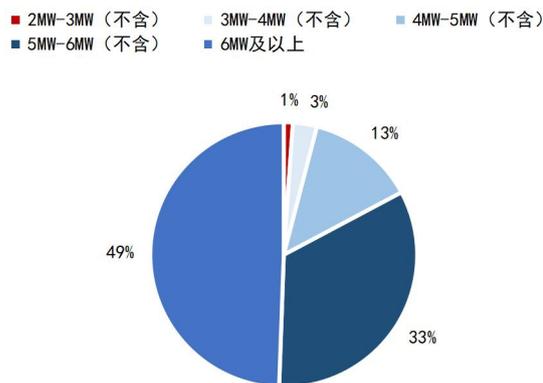
2023 年，公司对外销售风电机组 8.47GW，同比增长 18.94%。据彭博新能源财经（BNEF）统计，公司风电新增装机容量跻身全国前三、全球前四，刷新历史最好成绩。风机大型化趋势持续推进，2023 年 4MW 及以上机型销售容量占比达到 96%，较 2022 年提升 38 个百分点。在手订单保持充裕，2023 年风机新增订单 15.71GW，截至 2023 年末累计在手订单 23.96GW。

图7: 风机对外销售容量 (MW)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 2023 年风电机组销售容量结构 (按 MW 计算)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源开发建设方面，2023 年公司新增控股新能源（风电/光伏）项目指标权益容量 2,038MW，新增控股新能源项目核准/备案权益容量达 1,996MW，全年新增新能源电站并网权益容量 359MW；截至 2023 年末公司累计权益并网装机容量 781MW。

新能源发电项目建设完成后，公司除通过持有运营取得发电收入外，还可以通过择机对外转让来取得转让收益。2024 年 5 月，公司拟通过浙江产权交易所公开挂牌方式转让全资子公司酒泉达凯能源开发有限公司和酒泉信达智慧能源开发有限公司 100% 的股权，以经国资备案的资产评估价对应的股权价值为基础确定挂牌价格，挂牌价格分别为 3.16 亿元及 4.11 亿元，两家子公司合计拥有肃北县马鬃山饮马峡 250MW 风电项目，在 2024 年上半年实现全容量并网发电。

2024 年以来，浙江省以竞争性配置方式推动省管海域风电“应开尽开”，加大深远海风电示范试点力度，公司有望受益于省内海上风电订单放量。

◆ 盈利预测

近日，公司定增申请获得深圳交易所受理，公司计划向控股股东机电集团发行股票不超过 8,464 万股，募集资金不超过 7.0 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于补充流动资金，定增方案能否通过深交所审核且获得中国证监会作出同意注册的决定存在不确定性。

我们对公司 2024 年-2026 年业绩作如下预测：

表1: 主营业务假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风机销售及 EPC 业务					
对外销售量 (GW)	7.1	9.0	11.3	15.5	18.0
YOY	30.3%	26.0%	26.0%	37.2%	16.1%
收入 (百万元)	16,740	17,385	14,895	20,550	24,300
YOY	6.4%	3.9%	-14.3%	38.0%	18.2%
毛利率 (%)	16.7%	12.2%	10.7%	10.4%	10.5%
风力发电					
权益装机容量 (MW)	483	781	1131	2631	3831
上网电量 (亿 KWh)	5.9	8.2	15.6	22.6	52.6
收入 (百万元)	258.7	294.6	437.6	724.1	1,473.6
YOY	175.2%	13.9%	48.5%	65.5%	103.5%
毛利率 (%)	62.0%	62.0%	50.0%	50.0%	50.0%
新能源电站开发转让					
收入 (百万元)	0	430	1,492	2,750	5,200
YOY	/	/	247.2%	84.4%	89.1%
毛利率 (%)	0.0%	27.5%	30.0%	15.0%	15.0%
其他 (包括风电服务、储能系统解决方案等)					
收入 (百万元)	385	617	700	800	800
YOY	75.0%	60.3%	13.4%	14.3%	0.0%
毛利率 (%)	36.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
合计					
收入 (百万元)	17,384	18,727	17,524	24,824	31,774
YOY	8.4%	7.7%	-6.4%	41.7%	28.0%
毛利率 (%)	17.8%	13.7%	13.9%	12.6%	13.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上, 我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下:

表2: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增速	8.4%	7.7%	-6.4%	41.7%	28.0%
成本费用率	82.2%	86.3%	86.1%	87.4%	86.5%
营业税金比率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用率	8.2%	7.3%	5.9%	4.4%	4.1%
管理费用率	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.5%
研发费用率	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	2.6%
所得税率	-1.8%	1.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	11.4%	8.5%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 175.2/248.2/317.7 亿元, 同比变动-6.4%/+41.7%/+28.0%; 实现归母净利润 5.43/7.42/10.37 亿元, 同比增长 31.1%/36.7%/39.7%。当前股价对应 PE 分别为 12.8/9.4/6.7 倍。

表3: 盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,384	18,727	17,524	24,824	31,774
YOY	8.4%	7.7%	-6.4%	41.7%	28.0%
净利润(百万元)	616	414	543	742	1037
YOY	25.9%	-32.8%	31.1%	36.7%	39.7%
每股收益(元)	1.61	0.59	0.77	1.06	1.48
EBIT Margin	5.5%	2.3%	3.8%	3.9%	5.0%
净资产收益率(ROE)	15.9%	8.1%	9.8%	12.2%	15.1%
市盈率(PE)	6.2	16.8	12.8	9.4	6.7
EV/EBITDA	25.2	59.5	30.1	28.3	21.8
市净率(PB)	0.77	1.31	1.20	1.08	0.95

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 5.43/7.42/10.37 亿元, 同比增长 31.1%/36.7%/39.7%。当前股价对应 PE 分别为 12.8/9.4/6.7 倍, 给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

原材料价格上涨; 行业装机需求不及预期; 电站建设进度不及预期; 市场竞争加剧。

相关研究报告:

《运达股份(300772.SZ)-整机销量/订单再创新高, “两海”布局实现突破》——2023-05-01

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6301	5335	2500	2500	2500	营业收入	17384	18727	17524	24824	31774
应收款项	6754	7254	4801	6801	8705	营业成本	14295	16161	15085	21706	27499
存货净额	5916	7207	5761	8161	10446	营业税金及附加	61	62	44	62	79
其他流动资产	1113	2119	845	1216	1540	销售费用	1434	1362	1032	1083	1308
流动资产合计	20955	23291	15185	20510	25500	管理费用	119	148	189	262	490
固定资产	3397	4488	6538	12879	17012	研发费用	512	553	526	745	826
无形资产及其他	164	202	389	575	762	财务费用	(5)	(18)	140	222	478
投资性房地产	4055	5950	3330	4717	6037	投资收益	48	51	70	70	70
长期股权投资	414	527	527	527	527	资产减值及公允价值变动	(544)	(315)	(50)	(50)	(50)
资产总计	28985	34458	25969	39208	49838	其他收入	682	543	163	163	163
短期借款及交易性金融负债	1077	707	3549	5217	6139	营业利润	609	423	643	879	1227
应付款项	15810	18009	6915	9912	12491	营业外净收支	(3)	(0)	0	0	0
其他流动负债	1092	1290	1204	1696	2145	利润总额	606	422	643	879	1227
流动负债合计	20805	25098	15348	22038	27447	所得税费用	(11)	6	96	132	184
长期借款及应付债券	967	1394	3214	8614	12454	少数股东损益	1	2	3	4	6
其他长期负债	2252	2668	1597	2108	2595	归属于母公司净利润	616	414	543	742	1037
长期负债合计	3219	4062	4811	10722	15049	现金流量表 (百万元)					
负债合计	24024	29160	20160	32760	42496	净利润	616	414	543	742	1037
少数股东权益	106	52	56	60	66	资产减值准备	(274)	268	(50)	(50)	(50)
股东权益	4855	5245	5753	6387	7276	折旧摊销	139	167	238	423	680
负债和股东权益总计	28985	34458	25969	39208	49838	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(5)	(18)	140	222	478
每股收益	1.61	0.59	0.77	1.06	1.48	营运资本变动	(417)	1359	(7320)	(302)	(503)
每股红利	0.18	0.05	0.15	0.21	0.30	其它	128	(440)	(948)	717	950
每股净资产	12.95	7.55	8.27	9.18	10.46	经营活动现金流	193	1769	(7537)	1530	2114
ROIC	17%	6%	6%	5%	6%	资本开支	(1298)	(1598)	(2475)	(6950)	(5000)
ROE	16%	8%	10%	12%	15%	其它投资现金流	(43)	(563)	2690	(1317)	(1250)
毛利率	18%	14%	14%	13%	13%	投资活动现金流	(1341)	(2160)	215	(8267)	(6250)
EBIT Margin	6%	2%	4%	4%	5%	权益性融资	1513	47	0	0	0
EBITDA Margin	6%	3%	5%	6%	7%	负债净变化	1228	189	4662	7067	4762
收入增长	8%	8%	-6%	42%	28%	支付股利、利息	(85)	(70)	(35)	(109)	(148)
净利润增长率	26%	-33%	31%	37%	40%	其它融资现金流	5	18	(140)	(222)	(478)
资产负债率	83%	85%	78%	84%	85%	融资活动现金流	2661	184	4487	6737	4136
股息率	2.3%	1.9%	0.5%	1.6%	2.2%	现金净变动	1512	(207)	(2835)	0	0
P/E	6.09	16.61	12.67	9.27	6.64	货币资金的期初余额	4836	6301	5335	2500	2500
P/B	0.76	1.30	1.18	1.07	0.94	货币资金的期末余额	6301	5335	2500	2500	2500
EV/EBITDA	25.20	59.37	30.01	28.25	21.80	企业自由现金流	(594)	362	(8993)	(5996)	(3476)
						权益自由现金流	638	569	(4450)	883	880

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所提及的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