2020 年 08 月 30 日
公司研究●证券研究报告

运达股份（300772.SZ）

公司快报

上半年风机出货 1.1GW，静待毛利率拐点

投资要点

- **事件：**8 月 29 日，公司发布 2020 年中报，2020H1 实现营收 35.4 亿元，同比增长 139%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 141%；毛利率 12.5%，同比下滑 2.8pct。其中 Q2 实现营收 25.2 亿元，同环比分别增长 214%、145%；实现归母净利润 0.25 亿元，同环比分别增长 753%；毛利率 11.7%，同环比分别下滑 2.4pct、2.5pct，公司业绩增长不及预期。
- **【2020H1 风机销量 1.1GW，同比增长 141%】**2020H1 公司风力发电机组及零部件实现收入 35.1 亿元，同比增长 146%。对外销售风机 1.1GW，同比增长 141%。其中 2MW 销量 122.6MW，毛利率 14.5%，同比下降 0.9pct；2.5MW 销量 662.5MW，毛利率 12.1%，同比提升 1.8pct；3.0MW 销量 249MW，3.6MW 销量 75.6MW，毛利率 12.7%。公司风机出货量略超预期，但毛利率下滑，主要是因为 2.0MW 产品价格偏低，且桨叶价格上涨导致成本上行。
- **【在手订单充足，保障明年业绩】**2020H1 公司新增订单 1079.5MW，主要是平价项目以及 2021 年交付的项目。累计在手订单 6970.6MW，其中 2MW 风电机组（含 2.2MW、2.3MW）1050MW、2.5MW 风电机组 3787.5MW、3MW 风电机组 1143MW、3MW 以上风电机组 990.1MW。公司订单量仍然饱满，明年出货量有望维持。
- **【昔阳风场 Q3 投运，风电场后市场业务稳步推进】**2020H1 公司累计新签订风资源开发协议 140 万千瓦，光伏开发协议 80 万千瓦，共计 220 万千瓦。公司募投项目昔阳一期 50MW 有望在 Q3 投运。截至 6 月底，已签订后市场销售合同金额 3739.22 万元，较去年同期呈现小幅增长。
- **投资建议：**考虑到公司上半年毛利率恢复不及预期，以及昔阳电站项目推迟至 Q3 投运，我们下调了公司 2020 年-2022 年归母净利润分别至 2.6 亿元、3.5 亿元、3.9 亿元，相当于 2020 年 16.4 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：**订单价格不及预期；风电装机不及预期；电站运营不及预期；

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,312	5,010	10,469	9,881	9,571
YoY(%)	1.7	51.3	108.9	-5.6	-3.1
净利润(百万元)	120	107	263	348	389
YoY(%)	27.6	-11.5	146.6	32.5	11.8
毛利率(%)	19.1	17.1	15.2	15.6	15.9
EPS(摊薄/元)	0.41	0.36	0.89	1.18	1.32
ROE(%)	12.5	7.0	15.1	17.0	16.3
P/E(倍)	35.8	40.4	16.4	12.4	11.1
P/B(倍)	4.5	2.8	2.5	2.1	1.8
净利率(%)	3.6	2.1	2.5	3.5	4.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

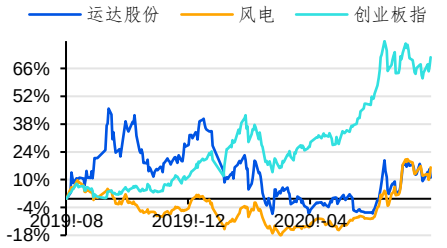
电力设备 | 风电 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-28)	14.66 元

交易数据

总市值（百万元）	4,309.45
流通市值（百万元）	2,270.46
总股本（百万股）	293.96
流通股本（百万股）	154.87
12 个月价格区间	12.23/20.22 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.17	-20.09	-61.33
绝对收益	3.82	12.08	8.81

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S09105180070004
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

报告联系人 宇文甸
yuwendian@huajinsc.cn

相关报告

运达股份：在手订单饱满，风机盈利逐步回升 2020-03-20

运达股份：风机迎来业绩拐点 2020-01-09

运达股份：风机迎来量价齐升 2019-11-27

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4368	8724	10576	9987	9615
现金	1340	3547	4222	4670	5044
应收票据及应收账款	2133	2599	2636	2305	1856
预付账款	10	298	400	259	379
存货	757	2048	3027	2536	2061
其他流动资产	127	232	292	216	275
非流动资产	2227	2839	3585	3770	3747
长期投资	151	191	231	272	312
固定资产	567	575	1045	1336	1377
无形资产	40	45	43	41	39
其他非流动资产	1470	2027	2266	2121	2020
资产总计	6595	11563	14161	13757	13363
流动负债	4869	9449	11789	11061	10321
短期借款	175	30	30	30	30
应付票据及应付账款	3989	5850	5990	5136	5592
其他流动负债	705	3569	5769	5895	4699
非流动负债	**764**	**587**	**627**	**647**	**647**
长期借款	225	0	0	0	0
其他非流动负债	539	587	627	647	647
负债合计	5633	10036	12416	11707	10968
少数股东权益	1	10	10	10	10
股本	220	294	294	294	294
资本公积	313	681	681	681	681
留存收益	424	539	693	897	1126
归属母公司股东权益	962	1517	1736	2040	2385
负债和股东权益	6595	11563	14161	13757	13363

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	205	1436	1425	678	428
净利润	120	107	263	348	389
折旧摊销	66	71	77	118	144
财务费用	19	-20	-62	-82	-96
投资损失	-22	-4	-15	-15	-15
营运资金变动	32	1241	1163	309	6
其他经营现金流	-10	41	0	0	0
投资活动现金流	-81	10	-808	-288	-106
筹资活动现金流	128	1	58	58	52
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.36	0.89	1.18	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	4.88	4.85	2.31	1.46
每股净资产(最新摊薄)	3.27	5.16	5.90	6.94	8.11

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3312	5010	10469	9881	9571
营业成本	2681	4151	8880	8345	8046
营业税金及附加	21	22	42	35	33
营业费用	357	564	1047	988	957
管理费用	50	43	90	85	80
研发费用	127	183	251	198	191
财务费用	19	-20	-62	-82	-96
资产减值损失	5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	4	15	15	15
营业利润	122	111	286	378	423
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	124	113	286	378	423
所得税	4	6	23	30	34
税后利润	120	107	263	348	389
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	120	107	263	348	389
EBITDA	176	79	248	365	423

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.7	51.3	108.9	-5.6	-3.1
营业利润(%)	22.3	-9.2	158.1	32.5	11.8
归属于母公司净利润(%)	27.6	-11.5	146.6	32.5	11.8
获利能力					
毛利率(%)	19.1	17.1	15.2	15.6	15.9
净利率(%)	3.6	2.1	2.5	3.5	4.1
ROE(%)	12.5	7.0	15.1	17.0	16.3
ROIC(%)	6.9	0.5	8.4	10.4	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	85.4	86.8	87.7	85.1	82.1
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	1.8	2.1	4.0	4.0	4.6
应付账款周转率	0.7	0.8	1.5	1.5	1.5
估值比率					
P/E	35.8	40.4	16.4	12.4	11.1
P/B	4.5	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	20.2	11.5	0.9	-0.6	-1.4

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn