

运达股份（300772）：中报预盈，期待大订单逐步兑现业绩

——业绩预告点评

2019年07月16日

推荐/首次

运达股份 公司报告

报告摘要：

公告概要：公司预计，2019 上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 936.09 万元~1,216.92 万元，同比增长 0%~30%。

投资要点

聚焦陆上风机市场，中报预盈。公司主营陆上风电机组，主打 2.XMW，在研 3 MW 级产品。我们预计，2019~2020 年我国风电（含海上风电）行业将新增并网 28GW、32GW，较 2016~2018 年（19.3GW、15.0GW、20.6GW，能源局统计口径）实现较快增长。考虑招标市场价格走势与季节性因素，我们预计公司上半年收入增速将超过盈利增速，下半年盈利规模将放大，毛利率将触底，全年风机出货将超过 1.5GW，同比增长逾 5 成。

IPO 募投项目有助增强公司整体实力。公司 2019 年 4 月 26 日完成 A 股 IPO。据 5 月 31 日公告，本次 IPO 募资净额 4.41 亿元，计划投向：1) 生产基地智能化改造项目(0.35 亿元);2) 风能数据平台及新机型研发(1.01 亿元);3) 昔阳县阜落一期(50MW)风电项目(2.05 亿元，含向金寨风电无息借款间接投入该项目);4) 补充流动资金(1 亿元)。我们认为，如实施顺利，公司将扩大产能，加快新机型产业化与风电运营新项目推进。

二季度中标颇丰。公司 2019 年 5 月 1 日公告，中标华能集团 19 个风电项目，共计 1.328GW 风电机组及其附属设备（含塔筒），总金额 25.72 亿元。另据微信公众号“每日风电”7 月 4 日报道，公司 6 月 26-28 日中标华润、国瑞新能源、华能、中能建等客户 11 个项目（共计 810MW）。我们预计，上述共计 2.138GW 项目将于未来 2 年逐步交付，利好公司持续增收。

给予“推荐”评级：我们预计，公司 2019-2021 年将实现当前股本下 EPS 0.46 元、0.77 元和 0.93 元，对应 33.1 倍、19.7 倍和 16.3 倍 P/E。

风险提示：供应链瓶颈约束等因素或致陆上风电建设不达预期；公司成本费用管控收效或偏离预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,257.2	3,311.77	4,631.00	6,385.35	6,858.10
增长率(%)	3.93%	1.68%	39.83%	37.88%	7.40%
归母净利润(百万元)	94.32	120.37	134.96	226.32	273.18
增长率(%)	-9.47%	27.62%	12.12%	67.70%	20.71%
净资产收益率(%)	11.21%	12.52%	12.44%	19.26%	21.27%
每股收益(元)	0.32	0.41	0.46	0.77	0.93
P/E	47.37	37.09	33.06	19.72	16.33
P/B	5.30	4.64	4.11	3.80	3.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营陆上风机研产销与风电场运营。

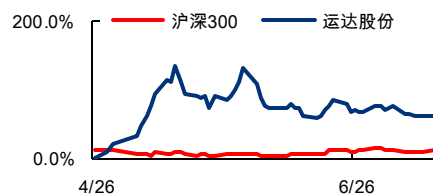
未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-08-30 披露中报。

交易数据

52 周股价区间(元)	15.17-9.39
总市值(亿元)	44.59
流通市值(亿元)	11.15
总股本/流通 A 股(万股)	29396/7349
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	20.07

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

收入与成本预测

公司 2018-2021 年的收入与毛利率统计与预测如表 1 所示，核心假设包括：

1) 中国风电市场持续较快增长，预计 2019~2020 年将新增并网 28GW、32GW。随着陆上风电平价上网与竞争配置进程加快，大容量单体项目将增多，较大容量（如 3MW 级）风机受青睐度将提高。

2) 顺应市场变化，公司的 1.5MW 风机将逐步退出市场；2.0MW 风机供应将逐步让位于 2.5MW 风机；3MW 级风机研制成功，加大供应。

3) 昔阳县皋落一期（50MW）风电项目推进顺利，预计 2019 年底左右并网。

表 1：公司分项业务收入与成本预测（至 2021 年）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,311.77	4,631.00	6,385.35	6,858.10
年增速		39.83%	37.54%	7.67%
综合毛利率	19.06%	17.29%	18.99%	19.08%
1.5MW 风机				
营业收入（百万元）	20.51			
毛利率	-12.69%			
2.0MW 风机				
营业收入（百万元）	3,042.58	2,117.00	1,736.00	1,240.00
年增速		-30.42%	-18.00%	-28.57%
毛利率	19.27%	17.20%	18.60%	18.60%
2.5MW 风机				
营业收入（百万元）	174.31	1,740.00	2,518.75	3,255.00
年增速		898.22%	44.76%	29.23%
毛利率	20.82%	17.60%	18.80%	18.80%
3.XMW				
营业收入（百万元）		696.00	1,999.50	2,232.00
年增速			187.28%	11.63%
毛利率		16.90%	18.80%	19.00%
发电				
营业收入（百万元）	3.16	3.00	56.10	56.10
毛利率	-147.33%	-130.00%	42.00%	45.00%
非主营业务				
营业收入（百万元）	71.20	75.00	75.00	75.00
毛利率	21.99%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3,631.22	4,367.64	5,565.28	7,947.79	8,675.86	营业收入	3,257.20	3,311.77	4,631.00	6,385.35	6,858.10
货币资金	839.53	1,340.35	1,533.95	2,349.67	2,397.64	营业成本	2,623.90	2,680.64	3,830.41	5,172.96	5,549.69
应收账款	1,407.23	1,932.45	2,791.29	3,498.82	3,945.75	营业税金及附加	17.72	21.15	27.38	39.26	41.36
其他应收款	39.71	31.11	43.50	59.97	64.41	营业费用	331.63	356.92	465.88	665.27	702.23
预付款项	8.78	10.06	12.36	15.15	18.31	管理费用	51.23	49.99	71.37	97.40	105.15
存货	803.16	756.97	1,049.43	1,439.00	1,532.13	财务费用	44.56	19.31	7.75	26.62	24.00
其他流动资产	304.50	95.93	-167.91	182.96	277.51	研发费用	132.50	127.40	171.02	235.80	243.13
非流动资产合计	2,182.54	2,227.29	2,119.41	2,077.55	2,034.95	资产减值损失	8.60	5.13	6.10	7.15	6.53
长期股权投资	122.05	150.72	150.72	150.72	150.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	584.54	567.33	521.95	476.56	431.17	投资净收益	8.66	22.09	25.00	32.00	35.00
无形资产	41.33	39.59	37.21	34.98	32.88	加: 其他收益	43.93	48.63	65.28	86.40	89.09
其他非流动资产	36.31	66.38	0.00	0.00	0.00	营业利润	99.66	121.88	141.37	259.29	310.10
资产总计	5,813.76	6,594.93	7,684.69	10,025.33	10,710.81	营业外收入	4.93	2.65	3.00	3.52	3.06
流动负债合计	4,443.96	4,868.60	6,282.74	8,532.82	9,108.93	营业外支出	1.99	0.18	1.20	1.12	0.83
短期借款	225.00	175.00	36.88	472.32	93.40	利润总额	102.59	124.35	143.17	261.69	312.32
应付账款	2,309.43	2,094.88	2,885.93	3,755.71	4,105.25	所得税	8.40	4.04	8.19	35.33	39.04
预收款项	334.84	465.50	648.21	900.14	1,170.73	净利润	94.19	120.30	134.98	226.36	273.28
一年内到期的非	2.20	60.00	31.10	45.55	38.33	少数股东损益	-0.13	-0.07	0.02	0.04	0.10
非流动负债合计	527.38	764.03	312.16	312.16	312.16	归属母公司净利润	94.32	120.37	134.96	226.32	273.18
长期借款	83.60	225.20	225.20	225.20	225.20	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	4,971.34	5,632.63	6,594.90	8,844.98	9,421.08	成长能力					
少数股东权益	0.70	0.63	0.65	0.69	0.79	营业收入增长	3.93%	1.68%	39.83%	37.88%	7.40%
实收资本(或股	220.47	220.47	293.96	293.96	293.96	营业利润增长	17.58%	22.30%	15.99%	83.41%	19.60%
资本公积	313.24	313.24	313.24	313.24	313.24	归母净利润增长	-9.47%	27.62%	12.12%	67.70%	20.71%
未分配利润	261.97	370.66	411.43	479.89	562.47	获利能力					
归属母公司股东	841.71	961.66	1,084.80	1,175.33	1,284.60	毛利率(%)	19.44%	19.06%	17.29%	18.99%	19.08%
负债和所有者权	5,813.76	6,594.93	7,684.69	10,025.33	10,710.81	净利率(%)	2.89%	3.63%	2.91%	3.54%	3.98%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	1.62%	1.83%	1.76%	2.26%	2.55%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.21%	12.52%	12.44%	19.26%	21.27%
经营活动现金流	552.71	205.34	749.53	510.40	600.54	偿债能力					
净利润	94.19	120.30	134.98	226.36	273.28	资产负债率(%)	85.51%	85.41%	85.82%	88.23%	87.96%
折旧摊销	103.08	102.54	0.00	45.39	45.39	流动比率	0.82	0.90	0.89	0.93	0.95
财务费用	44.56	19.31	7.75	26.62	24.00	速动比率	0.64	0.74	0.72	0.76	0.78
应付帐款的变化	0.00	0.00	-858.84	-707.53	-446.93	营运能力					
预收帐款的变化	0.00	0.00	182.71	251.93	270.58	总资产周转率	0.60	0.53	0.65	0.72	0.66
投资活动现金流	-386.89	-81.14	78.78	17.85	21.47	应收账款周转率	2.59	1.98	1.96	2.03	1.84
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	1.63	1.50	1.86	1.92	1.74
长期股权投资减	0.00	0.00	0.50	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	8.66	22.09	25.00	32.00	35.00	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.41	0.46	0.77	0.93
筹资活动现金流	-238.02	127.60	-634.71	287.47	-574.05	每股净现金流(最新摊)	-0.25	0.86	0.66	2.77	0.16
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.27	3.69	4.00	4.37
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	73.49	0.00	0.00	P/E	47.37	37.09	33.06	19.71	16.33
资本公积增加	-22.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	5.30	4.64	4.11	3.80	3.47
现金净增加额	-72.20	251.80	193.60	815.73	47.96	EV/EBITDA	11.40	10.12	16.36	8.56	6.35

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。