

增持（维持）

振江股份 (603507.SH)

募投项目落成毛利率改善 年报业绩低于预期

投资要点

- **收入大幅增长，业绩符合预期。**得益于公司拓展新客户带来的订单增加，公司2019年实现收入17.86亿元，同比大幅增长82.27%。但由于公司新产线调试进度慢于预期，费用扩张压缩盈利能力，公司2019年实现净利润0.37亿元，同比减少38.38%，业绩低于我们之前的预测值0.55亿元。
- **募投项目逐步落成，毛利率改善明显。**目前，影响公司实际产能的涂装线已经于2019年下半年开始部分投入试生产，涂装产线将于2020年上半年全部投产。随着募投产线的落成，公司成本费用率将逐步降低，盈利能力将迎来改善。公司2019年单季度毛利率分别为20.5%、13.5%、18.9%、22.3%，修复趋势较为明显。
- **丰富在手订单充足，未来业绩有保障。**截至2019年底，公司在手订单7.14亿元，其中风电设备订单3.29亿元，光伏设备订单1.96亿元，风电安装服务0.62亿元，光热设备订单0.55亿元，紧固件订单0.09亿元，订单总规模较去年同期增长23.1%，公司2020年业绩有充分保障。
- **疫情影响逐步消化，有序复工复产。**公司受疫情冲击导致产能下降的影响正逐步消化。公司春节期间未停工，仍有30-40%的工人留在岗位工作，不受隔离影响。到2月中旬，公司在岗工人已达70%。截至4月初，公司产能已恢复95%。
- **海上风电布局加快，打造新业绩增长点。**公司通过收购尚和海工，积极进入海上风电安装运维领域。2019年12月13日，公司旗下国内首座1200吨自航自升式风电安装平台“振江号”成功交付，将成为公司未来新的业绩增长点。
- **投资建议。**总结性分类标题首个随着公司募投产能的落成，新工艺逐步调试稳定，公司盈利能力将逐步恢复，我们预计公司2020-2022年净利润为1.11亿、1.59亿、1.90亿，对应EPS分别为0.86元、1.24元、1.49元，相应PE为30、21、18倍。参考公司历史与行业估值，我们给与公司2020年30-35倍估值，对应价格区间为25.8-30.1元，公司当前股价26.09元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**募投产线调试不及预期；海外订单执行不及预期。

所属行业：电气设备/电源设备
当前价格(元)：26.09
合理区间(元)：25.80-30.10

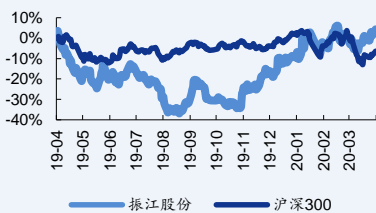
证券分析师

韩伟琪
资格编号：S0120518020002
电话：021-68761616-6160
邮箱：hanwq@tebon.com.cn

联系人

冯俊
电话：021-68761616-6361
邮箱：fengjun@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.28	8.71	12.51
相对涨幅(%)	9.75	8.40	17.38

相关研究

振江股份(603507)：新能源钢结构核心供应商 行业升级产能落地高筑城墙

股票数据

总股本(百万股)：	128.07
流通A股(百万股)：	80.38
52周内股价区间(元)：	16.35-26.33
总市值(百万元)：	3,341.38
总资产(百万元)：	3,355.79
每股净资产(元)：	10.95

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	980	1,786	2,288	2,675	3,087
(+/-)YOY(%)	4.0%	82.3%	28.1%	16.9%	15.4%
净利润(百万元)	61	37	111	159	190
(+/-)YOY(%)	-47.6%	-38.4%	195.7%	43.4%	20.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.29	0.86	1.24	1.49
毛利率(%)	25.3%	19.4%	21.2%	22.2%	22.3%
净资产收益率(%)	4.3%	2.7%	7.3%	9.5%	10.2%

资料来源：公司年报(2018-2019)，德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)					营业总收入	1,786	2,288	2,675	3,087
每股收益	0.29	0.86	1.24	1.49	营业成本	1,439	1,802	2,080	2,400
每股净资产	10.95	11.76	12.99	14.53	毛利率%	19.4%	21.2%	22.2%	22.3%
每股经营现金流	-1.04	0.07	1.01	2.09	营业税金及附加	9	12	14	17
每股股利	0.00	0.27	0.34	0.38	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估(倍)					营业费用	125	167	195	223
P/E	76.91	30.19	21.06	17.54	营业费用率%	7.0%	7.3%	7.3%	7.2%
P/B	2.05	2.22	2.01	1.80	管理费用	45	68	79	89
P/S	1.87	1.46	1.25	1.08	管理费用率%	2.5%	3.0%	2.9%	2.9%
EV/EBITDA	18.92	17.53	14.76	13.00	研发费用	62	75	88	102
股息率%	0.0%	1.0%	1.3%	1.5%	研发费用率%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
盈利能力指标(%)					EBIT	106	165	219	257
毛利率	19.4%	21.2%	22.2%	22.3%	财务费用	46	46	52	54
净利率	2.1%	4.8%	5.9%	6.2%	财务费用率%	2.6%	2.0%	1.9%	1.8%
净资产收益率	2.7%	7.3%	9.5%	10.2%	资产减值损失	-6	-4	-4	-5
资产回报率	1.1%	2.9%	3.8%	4.3%	投资收益	1	2	3	3
投资回报率	4.0%	5.3%	6.5%	7.2%	营业利润	53	124	175	209
盈利增长(%)					营业外收支	-13	-1	-1	-1
营业收入增长率	82.3%	28.1%	16.9%	15.4%	利润总额	39	123	174	208
EBIT 增长率	6.4%	54.9%	33.4%	17.0%	EBITDA	198	247	301	340
净利润增长率	-38.4%	195.7%	43.4%	20.0%	所得税	1	10	12	14
偿债能力指标					有效所得税率%	3.2%	7.9%	7.0%	6.7%
资产负债率	56.9%	58.8%	58.7%	57.0%	少数股东损益	1	2	3	3
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	归属母公司所有者净利润	37	111	159	190
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7					
现金比率	0.2	0.1	0.1	0.1	资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
经营效率指标					货币资金	261	283	304	315
应收帐款周转天数	102.6	115.8	116.5	113.9	应收账款及应收票据	505	731	859	970
存货周转天数	133.7	133.0	132.0	130.0	存货	527	657	752	855
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	其它流动资产	297	335	385	367
固定资产周转率	1.3	1.7	1.9	1.7	流动资产合计	1,590	2,006	2,301	2,507
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	1,359	1,384	1,422	1,473
					在建工程	107	57	82	112
					无形资产	131	158	175	192
					非流动资产合计	1,766	1,769	1,850	1,948
					资产总计	3,356	3,775	4,151	4,455
					短期借款	966	1,136	1,255	1,237
					应付票据及应付账款	402	525	600	695
					预收账款	6	11	13	15
					其它流动负债	205	230	246	264
					流动负债合计	1,579	1,903	2,114	2,212
					长期借款	32	22	27	32
					其它长期负债	297	297	297	297
					非流动负债合计	329	319	324	329
					负债总计	1,908	2,222	2,438	2,541
					实收资本	128	128	128	128
					普通股股东权益	1,402	1,507	1,663	1,861
					少数股东权益	45	47	50	54
					负债和所有者权益合计	3,356	3,775	4,151	4,455

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 8 日
资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%一下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。