

增持（维持）

所属行业：风电设备
当前价格(元)：32.75
合理区间(元)：33.61-38.41

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(%)	21.03	23.12	25.59
相对涨幅(%)	14.80	5.22	5.59

资料来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

1. 《募投项目落成毛利率改善 年报业绩低于预期-振江股份(603507.SH)》，2020.4.9

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):	16.29-30.56
总市值(百万元):	3,913.86
总资产(百万元):	3,207.48
每股净资产(元):	10.90

资料来源：公司公告

振江股份 (603507.SH)

驶入增长快车道 中报业绩符合预期

投资要点

收入增长业绩扭亏，中报业绩符合预期。公司在深度绑定西门子等优质客户的基础上，不断拓展新渠道，同时积极开发新的业绩增长点，目前开始进入收获期。公司2020年7月31日发布中报披露，2020年上半年公司实现营业收入9.0亿元，同比增长39.5%，归母净利润0.35亿元，业绩扭亏为盈，符合我们的预期。

阶段性不利因素消除，盈利能力提升。2020年上半年，随着公司募投的自动化涂装生产线陆续调试完工，逐步消除了导致公司去年亏损的阶段性因素。公司涂装配套能力大幅增强，成本费用率逐步降低，盈利能力得到提升。2020年上半年毛利率达到22.4%，较去年同期提高近6个百分点。

在手订单充裕，高速增长确定性强。截至2020年6月底，公司在手订单9.6亿元，其中风电设备订单8.7亿元，光伏/光热设备订单0.6亿元，紧固件订单0.2亿元，订单总规模较去年同期增长23%，公司业绩高速增长具有确定性。

前期布局开始收获，驶入增长快车道。一方面，公司之前收购的尚和海工、上海底特均已完成整合，风电安装船、紧固件两项业务开始为公司提供新的盈利增长点。另一方面，公司近两年在募投资金的支持下，产能大幅扩张，固定资产由2017年初的1.78亿增长到本报告期末的13.96亿。同时，近期公司公告非公开发行预案，拟募集不超过5.72亿元进一步提升产能，公司未来发展将驶入快车道。

投资建议。考虑到一则公司产能瓶颈得到突破，规模效应下单位成本降低，盈利能力迎来改善；二则子公司尚和海工与上海底特的收入增长好于预期。我们将公司2020-2022年的盈利预测分别上调11%、40%、60%，由净利润1.11亿、1.59亿、1.90亿上调至1.23亿、2.22亿、3.04亿，对应EPS分别为0.96元、1.74元、2.37元，相应PE为34、19、14倍。参考公司历史与行业估值，我们给与公司2020年35-40倍估值，对应价格区间为33.61-38.41元，截至2020年8月4日，公司收盘价为32.75元，维持“增持”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；海外订单执行不及预期；原材料价格波动超预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	980	1,786	2,440	3,296	4,088
(+/-)YOY(%)	4.0%	82.3%	36.6%	35.1%	24.0%
净利润(百万元)	61	37	123	222	304
(+/-)YOY(%)	-47.6%	-38.4%	228.5%	80.7%	36.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.29	0.96	1.74	2.37
毛利率(%)	25.3%	19.4%	21.5%	23.1%	23.6%
净资产收益率(%)	4.3%	2.7%	8.3%	13.6%	16.2%

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
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.96	1.74	2.37
每股净资产	10.95	11.54	12.80	14.63
每股经营现金流	-1.04	0.45	0.41	1.28
每股股利	0.00	0.37	0.47	0.55
价值评估(倍)				
P/E	76.91	34.11	18.87	13.82
P/B	2.05	2.84	2.56	2.24
P/S	2.35	1.72	1.27	1.03
EV/EBITDA	18.92	18.77	13.25	10.49
股息率%	0.0%	1.1%	1.4%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	21.5%	23.1%	23.6%
净利率	2.1%	5.0%	6.7%	7.4%
净资产收益率	2.7%	8.3%	13.6%	16.2%
资产回报率	1.1%	3.1%	4.9%	6.2%
投资回报率	4.0%	5.4%	7.9%	9.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	82.3%	36.6%	35.1%	24.0%
EBIT 增长率	6.4%	71.9%	64.1%	31.9%
净利润增长率	-38.4%	228.5%	80.7%	36.6%
偿债能力指标				
资产负债率	56.9%	61.5%	62.3%	60.7%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
现金比率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	102.6	100.0	102.0	103.0
存货周转天数	133.7	140.0	140.0	140.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6
固定资产周转率	1.3	1.7	2.3	1.7

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	37	123	222	304
少数股东损益	1	3	5	6
非现金支出	97	117	125	137
非经营收益	41	43	49	51
营运资金变动	-309	-227	-348	-335
经营活动现金流	-133	58	53	164
资产	-447	-241	-81	-22
投资	-1	-25	0	0
其他	5	9	18	19
投资活动现金流	-443	-257	-63	-2
债权募资	1,383	324	150	-5
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,345	-103	-126	-139
融资活动现金流	38	221	24	-144
现金净流量	-535	22	14	17

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

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,786	2,440	3,296	4,088
营业成本	1,439	1,914	2,534	3,123
毛利率%	19.4%	21.5%	23.1%	23.6%
营业税金及附加	9	14	18	22
营业税金率%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	125	178	240	295
营业费用率%	7.0%	7.3%	7.3%	7.2%
管理费用	45	72	97	117
管理费用率%	2.5%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用	62	79	108	135
研发费用率%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
EBIT	106	183	300	395
财务费用	46	44	54	57
财务费用率%	2.6%	1.8%	1.6%	1.4%
资产减值损失	-6	-15	-10	-11
投资收益	1	14	18	19
营业利润	53	144	261	356
营业外收支	-13	0	0	0
利润总额	39	144	261	356
EBITDA	198	285	415	521
所得税	1	19	34	46
有效所得税率%	3.2%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	1	3	5	6
归属母公司所有者净利润	37	123	222	304

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	261	283	297	314
应收账款及应收票据	505	682	948	1,187
存货	527	734	972	1,198
其它流动资产	297	317	366	411
流动资产合计	1,590	2,016	2,583	3,110
长期股权投资	0	38	38	38
固定资产	1,359	1,461	1,451	1,361
在建工程	107	127	97	77
无形资产	131	147	152	156
非流动资产合计	1,766	1,945	1,910	1,804
资产总计	3,356	3,961	4,493	4,914
短期借款	966	1,258	1,428	1,443
应付票据及应付账款	402	558	727	899
预收账款	6	5	10	8
其它流动负债	205	254	295	311
流动负债合计	1,579	2,075	2,460	2,662
长期借款	32	64	44	24
其它长期负债	297	297	297	297
非流动负债合计	329	361	341	321
负债总计	1,908	2,436	2,801	2,983
实收资本	128	128	128	128
普通股股东权益	1,402	1,477	1,640	1,873
少数股东权益	45	48	52	58
负债和所有者权益合计	3,356	3,961	4,493	4,914

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%以下。
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。