

# 振江股份（603507）：乘风起航，业绩迎来拐点

2020年01月02日

推荐/上调

振江股份

公司报告

## 报告摘要：

**风光设备主营突出，将乘风起航。**公司作为国内新能源钢结构件龙头企业，2018年风电设备和光伏设备产品在主营业收入中占比达到95.87%，主营突出且客户结构优质，已经与Vestas、GE、西门子-歌美飒、Enercon、特变电工、阳光电源等全球领先企业建立了良好的合作关系。2020年国内风电迎来抢装，海上风电高速发展，同时国内光伏行业有望在2020年装机回暖。2019年前三季度公司营业收入已达10.77亿元，同比大增60.78%，Q3毛利率也在逐渐修复，对比中期业绩已经扭亏（中期因设备折旧增加、客户调整提货计划等原因导致收入未能实现与固定费用相匹配的增长）。公司盈利能力正在逐渐改善，在手订单及收入大幅增加，预计未来几年内公司风电设备产品募投项目新增产能将顺利消化，收入将大幅上升，业绩实现高速增长。

**海上风电建设热潮开启，“振江号”助力施工安装。**随着海上风电建设热潮开启，项目陆续开工，专业海上施工安装船的“短板”效应凸显。据微信公众号“每日风电”报道，12月13日国内首座1200吨自航自升式风电安装平台“振江号”成功交付，该平台在方案设计、船型、吊机工艺等方面均处于国内领先水平，标志着公司上下游产业融合进一步完善，核心竞争力进一步增强，逐渐走向专业化高端化。同时将有效增厚公司业绩。

**拐点已至，盈利水平将逐步改善。**公司募投项目“自动化涂装生产线建设项目”将原计划2019年10月达到预定可使用状态延期至2020年6月，该涂装线将对公司产能和交货能力有所制约，2020年上半年净利润或仍受其影响。但得益于未来几年市场需求旺盛，公司收入的大幅增长将会在一定程度上弥补此部分不利影响，整体业绩而言拐点已经到来，净利润将逐年改善。

**盈利预测：**预计公司2019-2021年实现归母净利润分别为0.48、1.52、2.72亿元、EPS分别为0.38元、1.19元和2.12元，对应PE为58.01、18.40和10.31倍。行业景气度提升，公司核心竞争力不变，在手订单充足，营收大幅增长，上调至“推荐”评级。

**风险提示：**募投项目达产不及预期；风电、光伏装机发展不及预期。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	942.66	979.93	1,646.40	2,314.62	2,893.64
增长率(%)	14.61%	3.95%	68.01%	40.59%	25.02%
归母净利润(百万元)	116.04	60.75	48.38	152.54	272.08
增长率(%)	-19.77%	-47.65%	-20.37%	215.33%	78.37%
基本每股收益(元)	1.17	0.48	0.38	1.19	2.12
PE	18.77	45.65	58.01	18.40	10.31
PB	2.00	2.00	1.18	1.13	1.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

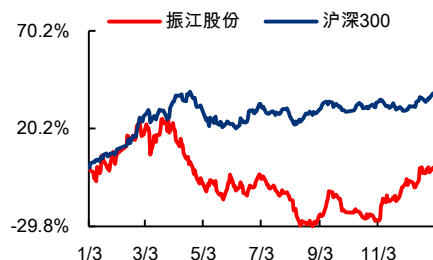
公司是国内专业从事新能源发电设备钢结构件的领先企业，生产工序完整，覆盖风电和光伏设备钢结构件设计开发、焊接、机加工和表面处理等生产全过程。公司主营业务为风电设备和光伏设备零部件的设计、加工与销售，主要产品包括机舱罩、转子房等风电设备产品，以及固定、可调式光伏支架、追踪式光伏支架等光伏设备产品。已经与Vestas、GE、西门子-歌美飒、Enercon、特变电工、阳光电源等全球领先风电和光伏企业建立了良好的合作关系。

## 未来3-6个月重大事项提示：

## 交易数据

52周股价区间(元)	22.48-22.72
总市值(亿元)	28.79
流通市值(亿元)	18.07
总股本/流通A股(万股)	12807/8038
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.46

## 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

## 研究助理：张阳

010-66554016

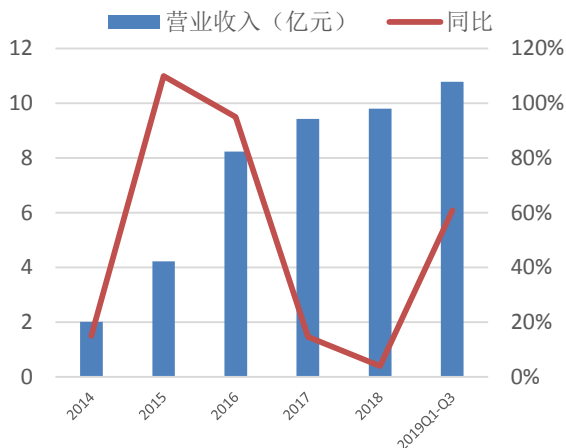
zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

## 1. 风光设备领先, 全球市场广阔

### 1.1 风光设备主营突出, 前景优良

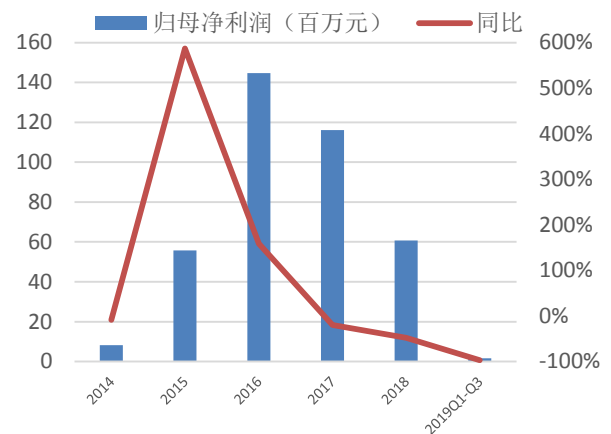
振江股份是国内领先的风电设备和光伏设备零部件生产企业之一, 与国内外多家领先的风电和光伏企业都建立了良好的合作关系。2018 年风电设备和光伏设备产品在主营收入中占比达到 95.87%, 主营突出且前景优良。2018 年归母净利润下滑的主要受固定资产折旧增加, 风电设备原材料上涨、毛利率下滑导致。2019 年前三季度公司营业收入已达 10.77 亿元, 同比大增 60.78%, 第三季度毛利率也在逐渐修复, 对比中期业绩已经扭亏 (中期因设备折旧增加、客户调整提货计划等原因导致收入未能实现与固定费用相匹配的增长)。尽管各种原因导致 18 及 19 年 H1 公司归母净利有所下滑, 但公司收入始终保持正向增长势头, 发展良好, 随着未来影响利润的因素消失, 全球风电持续景气, 光伏装机回暖, 公司业绩将迎来拐点。

图 1: 2014 年-2019 年 Q3 主营业务收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 2014 年-2019 年 Q3 归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 2018 年我国发电结构

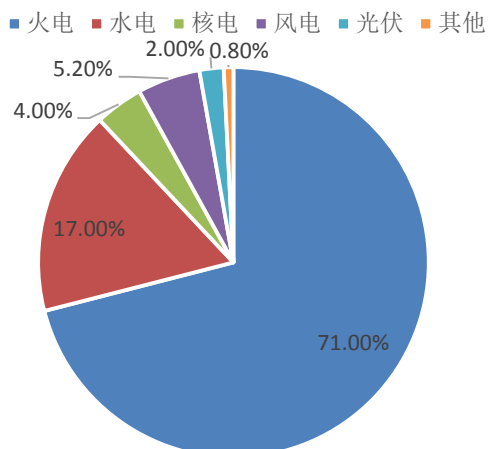
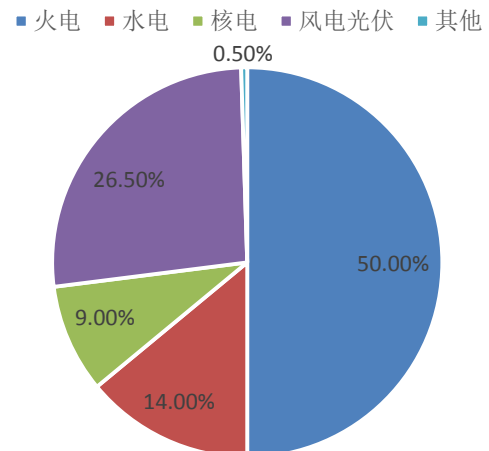


图 4: 2030 年我国发电结构



资料来源: 国家能源局, 东兴证券研究所

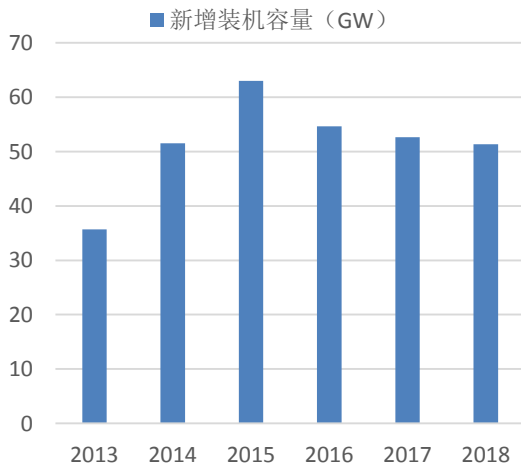
资料来源: 北极星电力网, 东兴证券研究所

## 1.2 风电装机高度景气

**国内陆上风电迎抢装潮。**2019年以来国内风电建设维持高景气度。国家能源局数据表明,2019年1-9月陆上风电新增并网容量12.02GW,此后四季度每月均有不少项目陆续开始建设和并网,其中较为典型的是青海2GW风电基地开标和吉林新核准1.2GW平价项目,未来大基地和平价项目或对陆上风电需求形成支撑。每日风电10月20日报道,10月下旬风机价格出现4150元/kW,回到2016年同期价格区间,说明了风电建设的高景气度。我们预计2019年国内陆上风电新增并网21GW,2020年达到24.8GW。

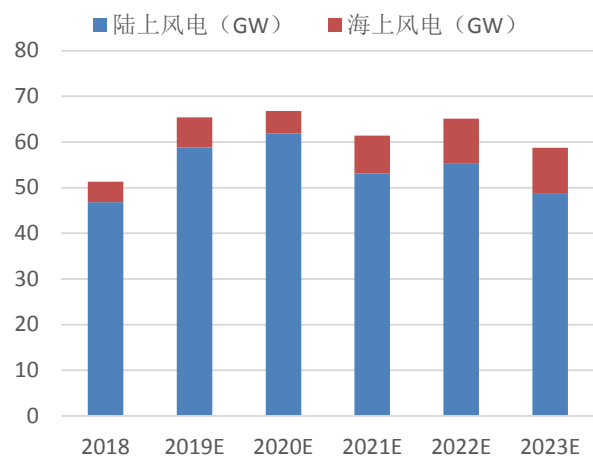
**海上风电成未来新趋势。**海上风电相对陆上风电风能资源丰富,风力更强,发电小时数更高,不会占用土地资源,正在进入高速增长期,成为风电发展新趋势。据微信公众号“每日风电”相关报道,2019年初至11月15日,我国海上风电项目中标共计29个,对应装机容量7.934GW,接近去年海上风电新增并网装机量的5倍,我们预计2019年全年新增海上风电并网装机容量2.5GW,同比增长55.28%,2020年达到3.2GW。此外全球风能理事会(GWEC)的预测显示,到2030年,全世界新增投运的海上风电装机将显著增长,装机总量达到近200GW。海上风电将是风电行业较好的细分领域,将具有超越行业均值的增速,并且将有一个持续的成长期。

图5: 2013年-2018年全球风电装机情况



资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

图6: 2018年-2023年全球风电新增装机预测



资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

## 1.3 进入平价时代, 光伏需求回暖

目前光伏装机国内需求已经见底,2020年将有所回升。2018年531新政后,国内光伏处于平价上网的产业结构调整期,2020年因相关政策提前出台以及平价上网时代的到来,光伏新增装机将大幅好于今年,此外仅年未落地的项目也大多将于2020年进入并网节点,预计2020年国内装机可重回正轨,装机量将明显回暖。

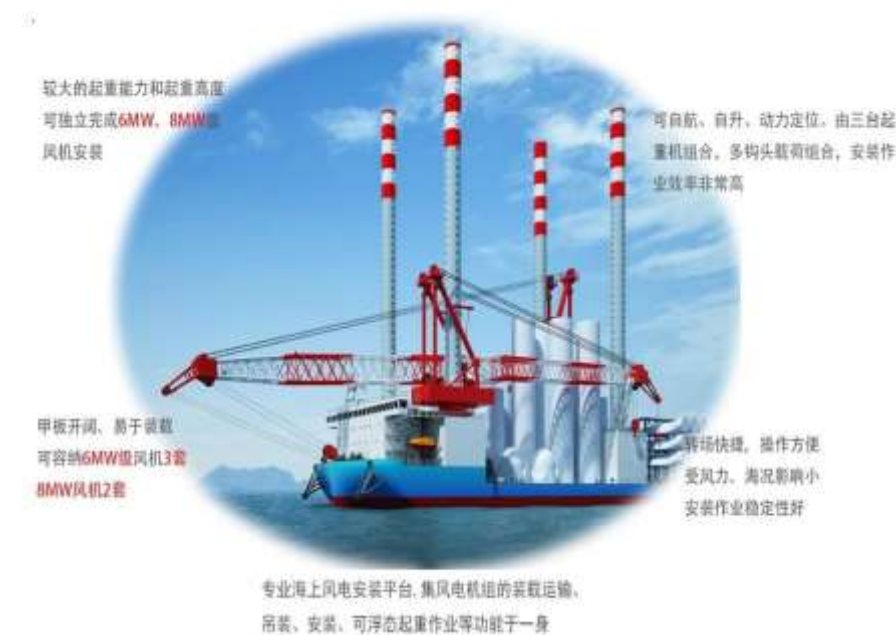
**海外市场将延续 2019 年亮眼成绩。**海外需求近两年增速良好, 在各国对新能源的政策鼓励及供应链价格下降的共同作用下, 光伏需求预计未来会持续增长, 据 EnergyTrend 预测未来 5 年全球光伏新增装机约 800GW, 2020 年全球 GW 级市场将达到 21 个。欧盟为各成员国设置的 20% 的可再生能源比重, 美国日本等老牌光伏市场的稳定发展, 以及越南、印度、墨西哥等新兴市场的快速崛起都将刺激海外市场蓬勃发展, 全球光伏将持续高景气度。

## 2. 净利逐步改善, 业绩拐点已至

**与优质客户合作, 拥有核心技术优势。**公司风电设备产品覆盖机型全面, 客户结构优秀, 全球前十的整机制造商有一半已发展为公司的合作客户, 风电龙头西门子是公司的第一大客户, 随着风电设备募投项目的投产, 公司未来风电设备产品营收占比将不断升高。此外在与下游风电和光伏行业领先的优质客户长期合作过程中, 公司需根据客户设置全面而严格的专业技术标准, 不断提高产品质量和工艺精度, 产品具有核心技术优势。

**海上风电建设热潮开启, “振江号” 助力施工安装。**海上风电的建设离不开合适和先进的海洋工程装备, 随着海上风电建设热潮开启, 项目陆续开工, 专业海上施工安装船的“短板”效应凸显。据微信公众号“每日风电”报道, 12 月 13 日, 国内首座 1200 吨自航自升式风电安装平台“振江号”成功交付, 该平台最大作业水深 50 米, 甲板作业面积可容纳 3 套 6MW 级风机或 2 套 8MW 级风机, 可以独立完成 6MW、8MW 级风机的安装和其他水上工程施工的起重、打桩、吊装和运输等作业, 在方案设计、船型、吊机工艺等方面均处于国内领先水平。“振江号”的成功交付标志着公司上下游产业融合进一步完善, 核心竞争力进一步增强, 逐渐走向专业化、高端化。

图 7: 振江号示意图



资料来源: 利港头条, 东兴证券研究所

**未来几年收入将大幅提升，业绩增速得到保障。**随着 2020 年风光发电装机景气度回升，公司盈利能力正在逐渐改善，收入大幅增加，市场需求呈现良好态势，公司未来发展市场广阔。截至 19 年 6 月，公司在手订单 7.80 亿元，其中风电设备产品订单 5.69 亿元，光伏设备产品订单 0.86 亿元，光热设备产品订单 1.21 亿元，总金额同比上涨 143.75%。此外 19 年公司多项募投项目完工，风电转子房、风电定子段产能得到陆续释放，大大提升了公司风电产品的开发生产能力，丰富公司产品结构，新增产能在风电市场前景广阔的发展趋势下将顺利消化，预计未来几年内公司收入将大幅上升，实现高速增长。

**盈利水平将逐步改善，但 2020 年上半年或仍承压。**据公司 10 月下旬公告，公司募投项目“自动化涂装生产线建设项目”将进行延期，由于对产品质量、工艺标准、生产安全及环保指标提出了更高的要求，该项目由原计划 19 年 10 月达到预定可使用状态延期至 20 年 6 月，该涂装线将对公司产能和交货能力有所制约，20 年上半年净利润或仍受其影响。但得益于未来几年市场需求旺盛，公司收入的大幅增长将会在一定程度上弥补此部分不利影响，整体业绩而言拐点已经到来，净利润将逐年改善。

### 3. 盈利预测

预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 0.48、1.52、2.72 亿元、EPS 分别为 0.38 元、1.19 元和 2.12 元，对应 PE 为 58.01、18.40 和 10.31 倍。行业景气度提升，公司核心竞争力不变，在手订单充足，营收大幅增长，上调至“推荐”评级。

### 4. 风险提示

募投项目达产不及预期；风电、光伏装机发展不及预期。

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
<b>流动资产合计</b>	1381	1824	2922	3915	4754	<b>营业收入</b>	943	980	1646	2315	2894
货币资金	201	679	1141	1605	2006	<b>营业成本</b>	662	732	1276	1713	2054
应收账款	244	392	659	927	1159	营业税金及附加	6	6	9	13	16
其他应收款	20	20	34	47	59	营业费用	67	77	120	162	203
预付款项	33	90	90	90	90	管理费用	55	37	99	139	174
存货	232	398	694	931	1117	财务费用	24	34	55	79	99
其他流动资产	629	227	227	227	227	资产减值损失	5.77	11.95	6.12	7.95	8.67
<b>非流动资产合计</b>	548	1166	1115	1108	1059	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.93	15.07	15.07	15.07	15.07
固定资产	361.16	615.31	749.54	748.21	705.08	<b>营业利润</b>	134	70	56	177	314
无形资产	44	69	62	56	50	营业外收入	1.76	0.95	1.86	1.52	1.45
其他非流动资产	26	161	161	161	161	营业外支出	0.54	2.48	1.43	1.48	1.80
<b>资产总计</b>	1929	2990	4038	5022	5813	<b>利润总额</b>	135	68	56	177	313
<b>流动负债合计</b>	495	1402	1482	2342	2911	所得税	19	8	7	21	37
短期借款	263	744	647	1367	1827	<b>净利润</b>	116	60	49	156	276
应付账款	102	219	376	505	606	少数股东损益	0	0	1	3	4
预收款项	15	219	219	219	219	归属母公司净利润	116	61	48	153	272
一年内到期的非流动负债	37	22	22	22	22	EBITDA	233	221	193	343	502
<b>非流动负债合计</b>	60	97	97	97	97	<b>EPS (元)</b>	1.17	0.48	0.38	1.19	2.12
长期借款	50	10	10	10	10	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	555	1499	1580	2439	3008	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	88	89	92	96	营业收入增长	14.61%	3.95%	68.01%	40.59%	25.02%
实收资本(或股本)	126	128	128	128	128	营业利润增长	-20.64%	-47.80%	-20.53%	217.42%	77.74%
资本公积	935	986	1864	1864	1864	归属于母公司净利润增长	-19.77%	-47.65%	-20.37%	215.33%	78.37%
未分配利润	282	301	323	392	514	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1374	1403	2369	2491	2709	毛利率(%)	29.73%	25.34%	22.50%	26.00%	29.00%
<b>负债和所有者权益</b>	1929	2990	4038	5022	5813	净利率(%)	12.31%	6.15%	3.00%	6.72%	9.54%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利率(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		7.16%	7.16%	1.20%	3.04%	4.68%
<b>经营活动现金流</b>	83	98	-242	-77	126	<b>偿债能力</b>					
净利润	116	60	49	156	276	资产负债率(%)	29%	50%	39%	49%	52%
折旧摊销	74.86	117.19	0.00	81.33	83.13	流动比率	2.79	1.30	1.97	1.67	1.63
财务费用	24	34	56	79	99	速动比率	2.32	1.02	1.50	1.27	1.25
应付帐款的变化	-62	-148	-267	-268	-232	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	4	57	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.40	0.47	0.51	0.53
<b>投资活动现金流</b>	-789	44	-71	-73	-34	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.24	6.11	5.54	5.25	5.21
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2	15	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	1.17	0.48	0.38	1.19	2.12
<b>筹资活动现金流</b>	845	274	775	613	309	每股净现金流(最新摊薄)	1.10	3.25	3.61	3.62	3.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.94	10.95	18.50	19.45	21.15
长期借款增加	50	-40	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	31	2	0	0	0	P/E	18.77	45.65	58.01	18.40	10.31
资本公积增加	703	50	878	0	0	P/B	2.00	2.00	1.18	1.13	1.04
<b>现金净增加额</b>	139	416	462	463	401	EV/EBITDA	12.47	13.15	12.14	7.57	5.30

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

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

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。

## 研究助理简介

### 张阳

中国人民大学经济学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事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。