

资本货物/工业

首次覆盖

振江股份 (603507)

卡位海上风电，业绩拐点向上

——振江股份首次覆盖报告

	徐云飞 (分析师)	庞钧文 (分析师)
	0755-23976775	021-38674703
	xuyunfei@gtjas.com	pangjunwen@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880517120001

本报告导读：

振江股份是我国领军的风机结构件和光伏支架制造企业，卡位高增长的细分子行业海上风电和光伏跟踪支架，业绩拐点向上，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 25 元。

投资要点：

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 25 元。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.82/1.93/2.56 元，参考可比公司，给予 2019 年 13 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 25 元。

关键假设。相比陆上风电，海上风电具备诸多优势，我们认为海上风电将进入加速发展期。振江股份是海上风电市占率最高的西门子歌美飒的核心供应商，将充分受益全球海上风电的高速增长；同时其布局的海上风电吊装船也将受益中国海上风电的增长。我们认为光伏跟踪支架也将持续增长，跟踪支架能够在小幅增加成本的基础上大幅度提升发电量，提升光伏发电项目 IRR，目前平单轴技术已经成熟，在低纬度光伏项目呈现渗透率快速增加的趋势，振江股份是全球第二大光伏跟踪支架企业 ATI 的核心供应商，将充分受益光伏跟踪支架渗透率提升。

突出与众不同认识。海上风电发展将超预期，带动振江股份将迎来业绩拐点。2017 年西门子整合歌美飒导致部分风机型号采购暂停，影响公司 2017Q4-2018Q1 业绩，预计很快会恢复；新财年来，海外核心客户将同公司协商新财年产品价格，部分产品有望涨价，增厚公司盈利水平；随着中国海上风电项目在 2018 年以后将迎来并网投产高峰，海上风电吊装业务将迎来高景气，振江股份布局的海上风电安装船或供不应求。

催化剂。新财年合同落地、海上风电装机加速。

风险提示。人民币兑美元汇率大幅升值、钢材价格大幅上涨、西门子调整采购进度、海上风电遭遇重大安全事故影响行业整体进程。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	823	943	987	1,658	2,152
(+/-)%	95%	15%	5%	68%	30%
经营利润 (EBIT)	179	156	111	261	351
(+/-)%	156%	-13%	-29%	135%	34%
净利润 (归母)	145	116	104	247	327
(+/-)%	159%	-20%	-10%	137%	32%
每股净收益 (元)	1.13	0.91	0.82	1.93	2.56
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.28	0.28	0.28

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	21.8%	16.6%	11.3%	15.8%	16.3%
净资产收益率 (%)	27.6%	8.4%	7.2%	14.9%	16.8%
投入资本回报率 (%)	22.3%	8.8%	9.1%	16.3%	20.6%
EV/EBITDA	8.7	12.0	10.3	5.4	3.6
市盈率	14.8	18.4	20.5	8.6	6.5
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.7%	1.7%	1.7%

评级：

增持

目标价格：

25.00

当前价格：

16.91

2018.12.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.74-44.00
总市值 (百万元)	2,166
总股本/流通 A 股 (百万股)	128/66
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	0.91
日均成交值 (百万元)	15.99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,401
每股净资产	10.94
市净率	1.5
净负债率	33.48%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.21	0.07
Q2	0.33	0.23
Q3	0.28	0.18
Q4	0.08	0.34
全年	0.91	0.82

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-9%	-56%
相对指数	-3%	-7%	-35%

模型更新时间: 2018.12.13

股票研究

工业
资本货物

振江股份 (603507)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 25.00

当前价格: 16.91

2018.12.13

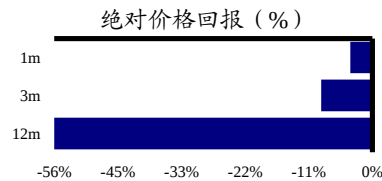
公司网址

www.zjavim.com

公司简介

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。

公司是国内专业从事新能源发电设备钢结构构件的领先企业,生产工序完整,覆盖风电和光伏设备钢结构构件设计开发、焊接、机加工和表面处理等生产全过程。



52 周价格范围

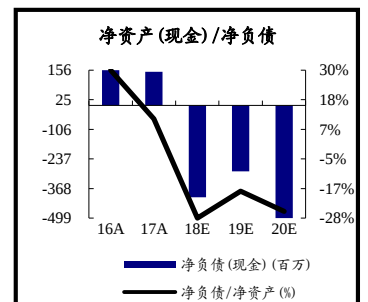
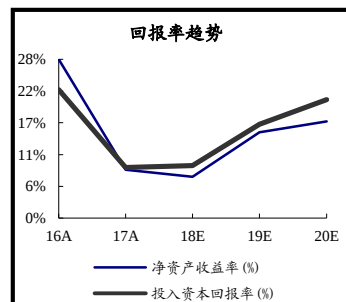
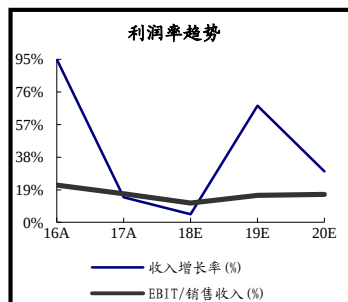
14.74-44.00

市值 (百万)

2,166

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	823	943	987	1,658	2,152
营业成本	513	662	751	1,214	1,564
税金及附加	7	6	0	0	0
销售费用	77	67	69	83	108
管理费用	46	55	55	99	129
EBIT	179	156	111	261	351
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	8	18	21
财务费用	10	24	-3	-12	-13
营业利润	169	134	123	291	385
所得税	26	19	18	44	58
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	145	116	104	247	327
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	47	201	457	341	549
其他流动资产	28	631	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	290	470	720	857	812
无形及其他资产	53	70	53	61	69
资产合计	903	1,929	1,747	2,112	2,533
流动负债	360	495	253	406	535
非流动负债	19	60	50	50	50
股东权益	523	1,374	1,443	1,656	1,948
投入资本(IC)	680	1,523	1,036	1,364	1,449
现金流量表					
NOPLAT	152	134	95	222	298
折旧与摊销	21	32	52	74	97
流动资金增量	-47	-35	6	-183	-121
资本支出	-83	-213	-284	-220	-60
自由现金流	43	-82	-132	-106	214
经营现金流	70	83	849	122	282
投资现金流	-79	-789	-276	-202	-39
融资现金流	37	845	-317	-35	-35
现金流净增加额	28	139	256	-116	208
财务指标					
成长性					
收入增长率	95.0%	14.6%	4.7%	67.9%	29.8%
EBIT 增长率	155.7%	-12.8%	-28.7%	134.7%	34.3%
净利润增长率	158.9%	-19.8%	-10.0%	137.0%	32.3%
利润率					
毛利率	37.7%	29.7%	23.9%	26.8%	27.3%
EBIT 率	21.8%	16.6%	11.3%	15.8%	16.3%
净利润率	17.6%	12.3%	10.6%	14.9%	15.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	27.6%	8.4%	7.2%	14.9%	16.8%
总资产收益率(ROA)	16.0%	6.0%	6.0%	11.7%	12.9%
投入资本回报率(ROIC)	22.3%	8.8%	9.1%	16.3%	20.6%
运营能力					
存货周转天数	98	104	100	100	100
应收账款周转天数	79	82	80	80	80
总资产周转天数	330	548	679	425	394
净利润现金含量	0.48	0.71	8.14	0.49	0.86
资本支出/收入	10%	23%	29%	13%	3%
偿债能力					
资产负债率	42.0%	28.8%	17.4%	21.6%	23.1%
净负债率	29.9%	10.8%	-28.2%	-17.6%	-25.6%
估值比率					
PE	14.8	18.4	20.5	8.6	6.5
PB	3.0	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.7	12.0	10.3	5.4	3.6
P/S	1.9	2.2	2.1	1.3	1.0
股息率	0.0%	0.0%	1.7%	1.7%	1.7%



目录

1. 与众不同的认识.....	4
2. 卡位风电光伏最景气子版块.....	4
2.1. 产品聚焦海上风电和光伏追踪支架.....	4
2.2. 细分子版块呈现高速增长趋势.....	5
2.3. 与最优质企业合作，强者不独行.....	7
3. 独具竞争优势，业绩拐点向上.....	8
3.1. 最差的时候已经过去，业绩即将拐点向上.....	8
3.2. 拓展风电纵深，布局吊装和紧固件业务.....	10
4. 盈利预测和投资建议.....	10
5. 风险提示.....	12

1. 与众不同的认识

市场的认识。市场普遍将海上风电当作风电开发的一种补充，没有认识到海上风电的高增速和大空间。

市场认识的原因。主要是因为海上风电此前因为技术不成熟的原因，发展长期低于预期（十二五目标未完成），且目前累计装机量较小，我国海上风电装机量仅占风电装机总量的 2%-3%。

与众不同的认识。风起于青萍之末，我们认为海上风电将成为风电应用的非常重要的一级，是未来风电开发的高速增长的方向。海上风电开发动力足、阻力小、可操作，装机必然呈现高速增长。

- ① 动力足。海上风电盈利水平高企，同时投资大，地方政府有动力推动；
- ② 阻力小。海上风电靠近负荷解决用电缺口、不占用陆上土地面积、不受风电装机指标限制、资源丰富（如仅广东一省即有 100GW 装机空间）
- ③ 可操作。国产风机符合标准，施工技术和条件已经成熟。

根据我们的项目整理，海上风电将进入高速增长期。

表 1：我们数据库显示中国海上风电装机呈现连年高增长态势

投产时间	装机容量加总（MW）
2015	262
2016	604
2017	1002
2018	2005
2019	3087
2020	7381

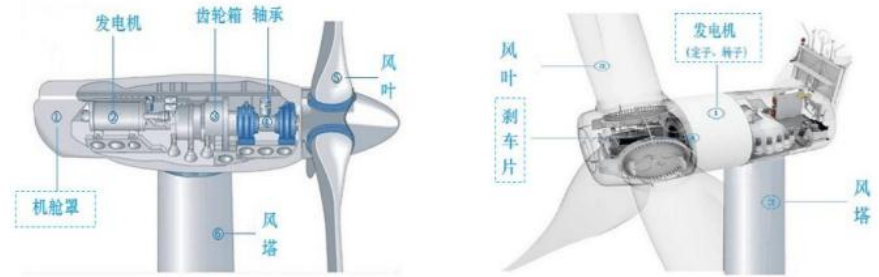
数据来源：国家可再生能源中心、各地方发改委网站、国泰君安证券研究

2. 卡位风电光伏最景气子版块

2.1. 产品聚焦海上风电和光伏追踪支架

风机结构件是振江股份的主打产品。振江股份起家于港口机械，对于大型机械设备的加工有深厚技术积累，切入风电产业链后，迅速依托优质的质量管理和生产能力成为西门子等国际巨头的主力供应商。产品线包括双馈机型机舱罩（2.3MW、4.2MW 机型）、直驱机型的定转子（3.0MW、6.0/7.0MW 机型）等产品。双馈机型由于齿轮箱+内转子的设计，采用机舱罩来安放设备，而直驱机型采用外转子设计，起到了部分机舱罩的作用。从使用环境来看，2-4MW 机型多用于陆上，5MW+机型多用于海上。

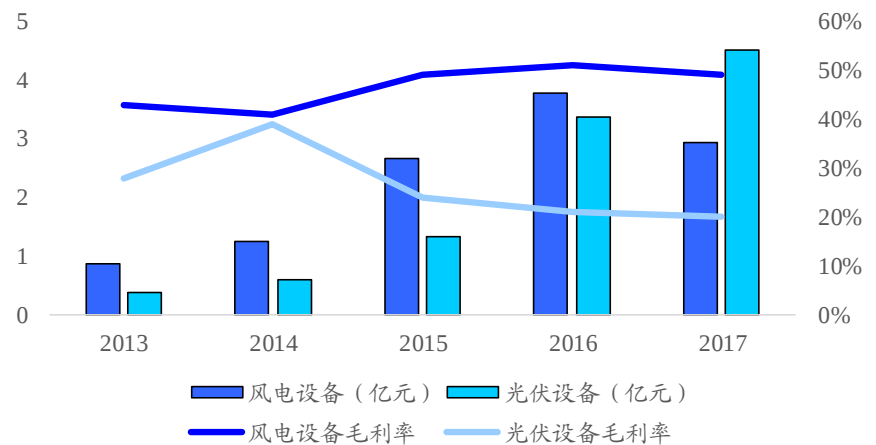
图 1 公司供应核心零部件包括机舱罩、定转子、刹车片等



数据来源：公司招股说明书

光伏支架是振江股份另一拳头产品，如今收入体量已与风电产品平分秋色。光伏结构件主要是光伏支架，起到安装支撑作用，整体加工难度低于风电产品，振江股份降维开拓光伏支架市场，迅速成长为一线支架企业，在固定支架领域拓展了阳光电源、特变电工等头部 EPC 客户。尤其值得注意的是公司深耕光伏追踪支架市场，是全球第二大跟踪支架企业 ATI 的主力供应商。

图 2 光伏支架产品收入增长显著

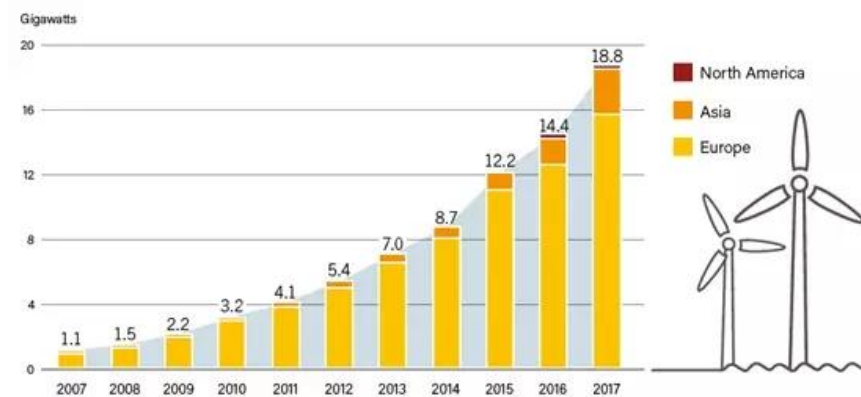


数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

2.2. 细分子版块呈现高速增长趋势

海上风电是风电行业极具爆发力的子版块。风电行业在发展初期集中在陆上，主要是因为陆上施工较为简便，发展初期人地矛盾、消纳问题不突出。但随着装机量的逐渐上升，土地资源紧俏，以及电源负荷不匹配的问题逐渐显现。随着海上风电施工成本的下降，海上风电占比有快速提升的趋势。主要是因为制造、施工技术逐渐成熟，成本降低；以及不存在土地问题；同时距离负荷较近消纳无忧（沿海普遍是人口密集区），海上风电已成为风电行业里增长较为迅速的子版块。

图 3 海上风电装机量呈现加速增长趋势 (单位: GW)



数据来源: 全球风能理事会

海上风电的高速增长是由于较高的回报率驱动。海上风电的成本逐年下降, 同时未来仍有较大的下降空间, 主要是海上风电的开发越来越成熟, 规模效应逐渐显现, 同时风机单位价格仍高于陆上风机一倍左右, 降价空间还是比较大的。当前还是风电的开发成本在 16-18 元/W。测算发现资本金回报期仅有 1 年时间, 且在补贴拖欠的情况下依然能够显著覆盖利息费用, 盈利能力十分突出。

测算条件

单瓦投资	18 元
资本金比例	20%
项目资本金	3.6 元
项目贷款	14.4 元
贷款利率	4.90%
年利息支出	0.71 元
标杆上网电价	0.83 元/kWh (考虑竞价)
脱硫火电价	0.42 元/kWh (均值)

表 2: 海上风电回报期短, 盈利性好, 在补贴拖欠的情况下现金流也可以覆盖

发电小时数 (小时)	3300	3700	3900	4100	4300
单位发电年收入 (元)	2.74	3.07	3.24	3.40	3.57
资本金回报期 (年)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
脱硫电价结算年收入 (元)	1.39	1.55	1.64	1.72	1.81
现金年流入 (元)	0.68	0.85	0.93	1.02	1.10

数据来源: 国泰君安证券研究

海上风电兼具经济拉动属性, 地方政府乐意加快海上风电的开发。海上风电单位投资较大, 1GW 的风电场投资需要 180 亿元, 占海面积 100 平方公里。对于地方政府来说, 海上风电不仅能够带来一次性设备投资, 还能带动高端制造、配套、运输、吊装的整体产业链, 后续还有持续的发电收入, 同时不占用宝贵的土地, 一举多得, 这也会成为海上风电开发超预期的重要原因之一。

以美国为代表的全球其他市场也表现出较快的增长。传统增长区为欧洲国家, 美国作为新兴市场也出现海上风电的高增长形式, 主要原因与中国类似, 施工难度降低带来成本下降, 本身沿海资源条件较好开发空间

广大(据美国国家可再生能源实验室 NERL 预测美国潜在海上风电装机空间高达 2059GW), 贴近负荷电价较高等, 目前美国核准的海风项目已经超过 8GW。

表 3: 美国新核准海上风电项目已达 8GW

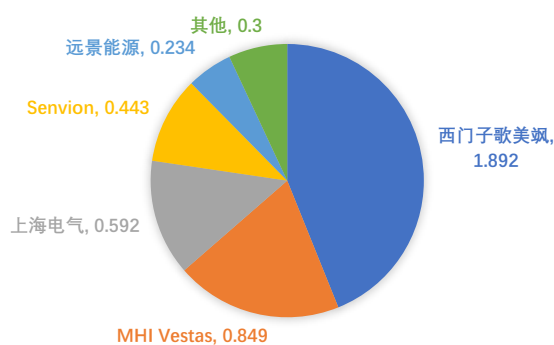
州	项目核准量 (GW)
康涅狄格州	0.22
马里兰	0.368
马赛诸塞州	1.6
新泽西州	3.5
纽约州	2.4
罗德岛	0.03
加总	8.118

数据来源: 特拉华州大学地球海洋环境学院、国泰君安证券研究

2.3. 与最优质企业合作, 强者不独行

西门子在海上风电拥有极强竞争力, 振江股份作为主力供应商参与全球海风景气。西门子选择直驱技术发力海上风电取得显著成效, 与陆上风电多强争霸不同, 海上风电西门子几乎一家独大, 究其原因主要与技术路线选择有关, 海上风电工作环境较为恶劣, 深海可到达性差, 故障率问题成为首要问题, 因为一旦发生故障, 维修更换以及造成的发电损失都代价巨大, 直驱由于无齿轮箱, 故障率较低, 更为适合海上风电。振江股份能够配套西门子全部主力机型, 在西门子 3.0MW、6.0/7.0MW 机型的份额超过 30%, 将充分受益其增长。

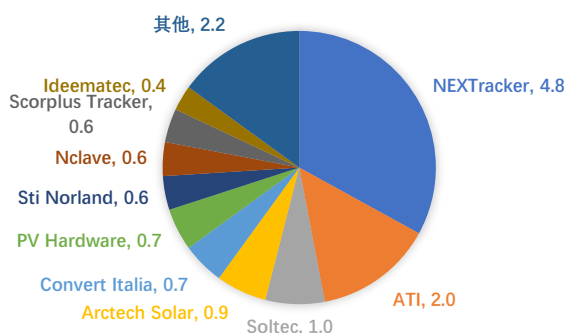
图 4 西门子与合作伙伴在海上风电领域市占率超过 66% (单位: GW)



数据来源: MAKE

光伏追踪支架能够提升光伏系统 IRR 水平, 平单轴产品技术已成熟, 渗透率在加速。光伏追踪支架是一种典型的能够提升光伏系统 IRR 的产品, 其主要原理是通过光伏组件的转动来追踪太阳的运行轨迹, 增加光照强度。以目前的主流产品平单轴为例, 其增加 10%左右的装机成本, 在低纬度地区可以带来 20%-30%发电量增益, 因此, 与所有能够提升 IRR 的产品一样, 一旦成熟就会迎来渗透率的快速提升。2015-2017 年全球追踪支架装机量分别为 5、11、14.5GW, 预计 2018 年装机量将超过 20GW, 呈现高速增长趋势。

图 5ATI 在光伏追踪支架领域出货量全球第二 (单位: GW)



数据来源: GTM research

3. 独具竞争优势，业绩拐点向上

3.1. 最差的时候已经过去，业绩即将拐点向上

西门子歌美飒产品线整合完毕，部分暂停机型恢复生产，最困难的时候已经过去。振江股份拥有全球最优质的风机整机客户之一——西门子歌美飒，并且是其主力供应商（国内唯一），彰显其加工制造、品控管理等竞争优势，同时西门子也给公司提供了大量的订单，西门子及合作伙伴的采购占公司风电板块收入超过90%。但由于对单一大客户的依赖，导致当单一大客户采购出现中断时，公司业绩波动较大。2017年西门子并购歌美飒，双方的产品线有重叠，因此西门子暂停了3.0MW系列风机的采购，与此同时西门子美国工厂进行技改升级，2.3MW机舱罩采购也基本停止，导致了公司2017Q4、2018Q1业绩低于预期。但随着西门子歌美飒在整合产品线方面已经梳理清楚，3.0MW系列产品已经恢复正常的订单量。

表 4: 公司主力产品均已成为西门子合格供应商，且均已大批量供货

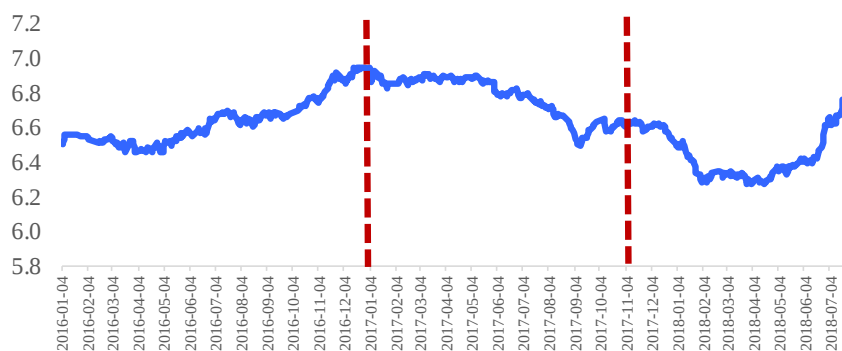
产品名称	型号	开发时间	样件过审时间	小批量供货时间	大批量供货时间
机舱罩	2.3MW	2011 年 12 月	2012 年 4 月	2012 年 5 月	2012 年 7 月
	3.6MW	2012 年 4 月	2012 年 9 月	2012 年 9 月	2013 年 1 月
	4.0MW	2013 年 4 月	2014 年 8 月	2014 年 8 月	2015 年 10 月
定子段	3.0MW	2014 年 2 月	2015 年 7 月	2015 年 8 月	2016 年 11 月
	6.0MW	2016 年 1 月	2016 年 4 月	2016 年 4 月	2016 年 8 月
转子房	3.0MW	2012 年 5 月	2014 年 6 月	2014 年 11 月	2015 年 3 月
	6.0MW	2014 年 5 月	2017 年 1 月	2017 年 2 月	2018 年

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

客户新财年即将到来，价格有望依据当前钢材价格重新协商。由于海外客户的特殊性，其价格往往在新财年开始前确定，并锁定较长的时间。主要原因是新能源项目需要提前锁定产品价格才能确定运营商的投资回报水平。因此当价格锁定后，如果原材料价格出现波动会较大影响利润水平。2017年以来钢材价格大幅上涨，导致公司利润受到侵蚀。随着新财年的来临，预计8-9月会重新确定新财年产品价格，新的价格将参考钢价及汇率，会对公司盈利水平形成修复。部分产品如光伏追踪支架甚至有望出现涨价（公司开发的光伏追踪支架技术进步较为明显，1MW

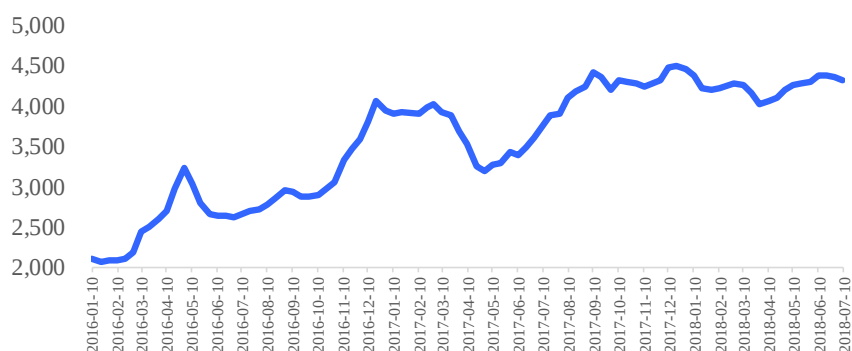
仅需要 256 件,此前是 308 件,同时以前一个单品是 110kg、现在是 89kg,能够节省客户成本)。

图 6 2017 年人民币升值削弱盈利能力 (人民币对美元汇率)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

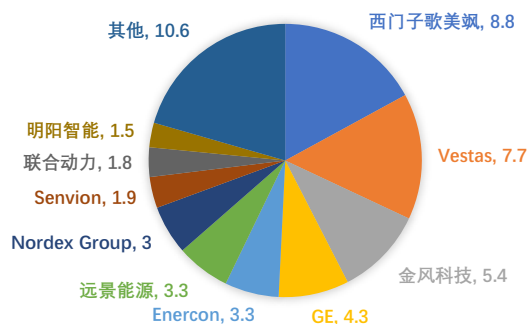
图 7 钢材价格大幅上涨削弱公司盈利能力 (钢价单位: 元/吨)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

细分子行业高增长,带来出货量快速增长,同时新客户持续开拓带来市占率提升。海上风电成为风电增速最快子版块,公司的主要客户西门子及合作伙伴将充分受益,拉动公司出货量增长,同时公司优质的产品品质有望在其他风电主机厂也有望攻城掠地, Senvion、Enercon 等有望成为公司客户。而跟踪支架领域是光伏增长较快的环节,公司客户 ATI 市占率全球第二,公司有望跟随 ATI 享受行业蛋糕。

图 8 Enercon、Senvion 等也是风机领域出货第一梯队企业 (单位: GW)



数据来源: MAKE

3.2. 拓展风电纵深，布局吊装和紧固件业务

布局海上风电安装船，拓展新增长极。海上风电的装机量增长较为迅速，将持续爆发出旺盛的吊装需求，公司敏锐的洞察到了市场的启动，于2018年出资1.4亿元收购尚和海工80%的股权（即将拥有一艘1200吨自升自航式平台，总价4.2亿元，2019年3月完成相关测试并交付），后续将开展海上风电的安装和运维业务，将成为业绩贡献的又一增量，由于1200吨自航平台技术水平先进，作业能力远超传统安装船，盈利能力出色，尚和海工承诺2019-21年业绩分别为1500、5000、5500万元。

表5: 尚和的海工平台各项指标均优于传统安装平台

项目	传统安装平台	1200吨专用综合平台
单台安装成本	高（平台+拖轮等辅助）	低（无额外辅助成本）
安装效率	<40台/年	≥60-80台/年
施工安全性	风险高，对操作熟练度要求高	风险低，对操作熟练度要求低
航行能力	无自航能力	自航能力（7节）
续航能力	最大7天	15天（2520海里）
定位/锚泊	无/锚泊/DP1	DP1动力定位和锚泊定位两套系统
施工区域	20米水深，仅一船可40米水深	适应水深50米水域作业
可住宿人数	20+临时设施	20P+80P
抗滑移/沉降	无	独特抗滑移/沉降的专利技术
节能性	无	节能减排方式（基础桩、风机安装、维修模式选择）
超重能力	目前最大1000t/360t	两台起重机1200t/200t
综合功能	单一安装	满足其他水上工程施工的起重、打桩、吊装和风机运输
受施工条件限制	受天气、海况影响较大	受风力，海况影响小，可确保较精确的组装与安装

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

新拓紧固件板块，连云港布局新产能。2018年11月7日，振江股份成功现金收购上海底特精密紧固件公司约63%的股权，总花费代价为1.888亿元，后续仍将谋求剩余股权的收购。底特精密是领先的紧固件企业，拥有“施必牢”品牌，是一汽、东风、上汽的长期供应商，后续有望拓展至风电、航天、工程机械、医疗等领域。公司与连云港灌云签署项目投资合同书，计划储备1700亩土地，分两期实施，有望成为振江后续新建产能实施地。

4. 盈利预测和投资建议

风电结构件主要有四大类产品，包括机舱罩、转子房（含刹车片）、定子段以及其他小件。

机舱罩：公司的机舱罩产品主要对应上海电气上海工厂的产能，预计保持年均200套左右，考虑西门子工厂美国工厂产品调整，出货量由年均500套下滑至200套左右，预计3年毛利率25%、30%、30%。

转子房：转子房产品主要分为3.0MW系列和6.0MW系列，预计2018年出货量分别为200、40台；2019年250、185台；2019年250、230台。由于2017年西门子内部与歌美飒产品线冲突，3.0MW产品停止采购，开工率下滑带来毛利率下滑，2018年4月起恢复，预计2018年产品毛利率下滑至35%，2019-2020年回升至45%左右。

定子段: 定子段产品主要给转子房做配套, 3.0MW 转子房直径在 3m 左右, 需要配套 6 个定子段, 6.0MW 转子房超过 6m, 需要配套 12 个定子段, 考虑公司定子段在西门子份额 40%-50%, 预计 2018-2020 年定子段出货量为 3000、5000、6000 个左右, 毛利率水平分别为 31%、39%、40% 左右。

光伏支架主要有两种产品, 一种是固定式支架, 一种是可调式支架。

固定式支架: 主要给国内 EPC 厂家如阳光电源、特变电工开发国内光伏项目使用, 由于 531 新政后国内光伏年装机增长有较大不确定性, 暂按照 2018-2020 年年均 400MW 计算, 由于国内客户基本采用成本加成法定价, 预计毛利率水平持续保持在 10% 左右。

跟踪支架: 主要给海外客户 ATI 供货, 由于跟踪支架行业增长非常显著, 同时 ATI 市占率持续提升, 预计 2018-2020 年公司跟踪支架出货量分别为 3、5、8GW, 考虑跟踪支架自 2019 年起有望涨价, 预计 3 年毛利率分别为 13%、19%、20%。

吊装业务: 按照盈利承诺测算, 2019-2021 年分别为 1500、5000、5500 万元。

紧固件业务: 公司在收购时进行过盈利测算, 预计 2018 年 8-12 月、2019、2020 年净利润分别约 1274、2806、3324 万元。

我们预计 2018-2020 年归属上市公司股东的净利润为 1.04、2.47、3.27 亿元, 对应 EPS 分别为 0.82、1.93、2.56 元。

表 6: 可比公司估值表 (股价日为 2018 年 12 月 11 日)

代码	公司名称	收盘价	EPS			PE			CAGR	PEG	ROE (2019)	PB
			2018E	2019E	2020E	2018	2019	2020				
002202	金风科技	10.89	0.98	0.85	1.22	11	13	9	12%	0.96	12%	1.74
002531	天顺风能	4.40	0.31	0.43	0.54	14	10	8	32%	0.45	13%	1.52
300129	泰胜风能	3.18	0.27	0.31	0.37	12	10	9	17%	0.69	9%	1.03
300443	金雷风电	10.30	0.65	0.75	1.33	16	14	8	43%	0.37	9%	1.44
平均值						13	12	8	26%	0.62	11%	1.43
603507	振江股份	16.84	0.82	1.93	2.56	21	9	7	77%	0.27	15%	1.54

数据来源: 振江股份、金风科技盈利预测来自我们的报告, 其他来自万得一致预期、国泰君安证券研究

可比公司有风机整机企业金风科技、零部件及塔筒企业天顺风能、泰胜风能、金雷风电等公司。

PE 估值法

参考可比公司, 2019 年平均 PE 为 12 倍、EPS 复合增速为 26%、PEG 为 0.62, 而振江股份 2019 年 PE 为 9 倍, EPS 复合增速 77%、PEG0.27 均优于平均, 应当享有溢价, 合理估值为 2019 年 13 倍 PE, 对应股价 25 元。

PB 估值法

参考可比公司, 2019 年平均 ROE 为 11%, 对应平均 PB 为 1.43; 振江

股份 2019 年 ROE 为 15%，合理估值为 1.95 倍 PB，对应股价 22 元。

参考可比公司，考虑公司尚处于高速成长期，PE 估值法较为合理，给予 2019 年 13 倍 PE 较为合理，对应合理股价为 25 元。

5. 风险提示

人民币兑美元大幅升值。由于公司产品出口占比高并以多美元计价，如果人民币兑美元大幅升值，将会产生汇兑损失，影响利润水平。

钢材价格大幅上涨。由于公司产品价格往往提前锁定，风险敞口在成本端，钢材的成本在风电产品占比在 30%左右、光伏产品占比 60%-70%，如果钢材价格大幅上涨将会导致成本上升，影响利润水平。

西门子调整采购进度。由于西门子是振江股份的重点客户甚至是单一大客户，西门子的采购进度将对振江股份造成很大影响。

海上风电项目发生重大风险事故影响行业发展进程。海上风电作为新兴事物，有较快的发展速度，但如果发生风险性事故如大批量倒塔、脱网等事故会对行业发展前景造成不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		