

**投资评级：增持(下调)**

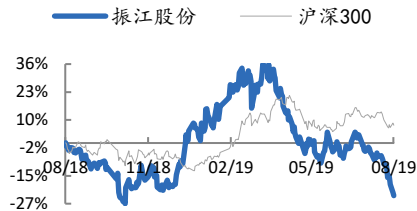
 当前价格(元): 16.35  
合理价格区间(元): 15.48~18.92

**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 (%)	-21.0	-22.9	-24.5
相对涨幅 (%)	-17.2	-22.3	-24.5

资料来源: 德邦研究

**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

# 产能受限毛利率下滑 中报业绩不及预期

## 振江股份(603507)中报点评

**投资要点:**

- **关键工序产能受限, 毛利率下滑, 业绩不及预期。**公司 2019 年上半年营业收入 6.45 亿元, 相比去年同期大幅增长 73.44%, 归母净利润为-2108.8 万元, 较去年同期减少 155.11%, 出现亏损, 业绩不及预期。导致公司业绩下滑的主要原因是油漆涂装等部分关键工序达产不及预期, 限制公司风电设备产品的产能利用率, 导致公司上半年毛利率大幅下滑至 16.66%, 比去年同期减少 6.74 个百分点。
- **新产线新工艺有待优化, 年内毛利率承压。**随着公司募投产能的逐步落地, 公司各项费用大幅增加, 其中固定资产折旧增加 1725.4 万元, 同比增长 81.1%, 规模扩大导致员工薪酬支出增长 4783.5 万元, 同比增长 73.2%, 利息支出增加 1788.2 万, 同比增长 183.9%。预计影响公司实际产能的涂装线在年内将完成调试, 陆续投产, 随着新产线新工艺的优化完成, 公司将逐步提高交货能力, 降低成本费用率, 毛利率将迎来边际改善, 但受上半年拖累, 2019 年全年的毛利率仍然承压。
- **在手订单充足, 收入维持高速增长态势。**公司目前在手订单充足, 截至报告期末在手订单 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, 新业务光热设备产品订单 1.21 亿元。在手订单金额大幅高于去年同期 3.2 亿元的规模, 预计公司收入将继续维持高速增长的态势。
- **公司拟回购股份用于股权激励。**公司计划在未来 12 个月内, 以自有资金或自筹资金回购股份, 回购规模不低于 3000 万元, 不高于 6000 万元。回购价格不超过 25 元/股。公司回购的股份拟用于股权激励/员工持股计划, 这一举措在提升员工凝聚力的同时也彰显了公司对未来发展的信心。
- **投资建议。**公司在规模快速扩张时期存在生产管理能力上的一些短板, 费用增长节奏快于产能增加的步伐, 导致近期毛利率承压。我们将公司 2019-2021 年的净利润预测值分别由 1.83 亿、2.00 亿、2.37 亿下调至 0.55 亿、1.38 亿、1.91 亿, 对应 EPS 分别为 0.43、1.08、1.49 元, 对应 PE 为 38、15、11 倍。参考公司的历史估值水平和考虑未来业绩的改善, 我们给与公司 2019 年 36-44 倍的估值, 相应的价格区间应为 15.48-18.92 元, 公司当前价格 16.35 元, 投资评级由“买入”下调为“增持”。
- **风险提示。**募投产能达产不及预期, 海外业务执行不及预期。

**股票数据**

总股本(百万)	128.08
流通 A 股(百万)	128.08
52 周内股价区间(元)	28.26-15.1
总市值(百万)	2,028.81
总资产(百万)	3,035.88
每股净资产(元)	10.74

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	943	980	1756	2234	2609
(+/-) YoY (%)	14.6	4.0	79.2	27.2	16.8
净利润(百万元)	116	61	55	138	191
(+/-) YoY (%)	-19.8	-47.6	-8.8	149.1	38.3
全面摊薄 EPS (元)	0.91	0.47	0.43	1.08	1.49
毛利率 (%)	29.7	25.3	22.1	26.8	27.5
净资产收益率 (%)	8.4	4.3	3.8	8.9	11.3

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 关键工序调试不及预期 产能受限毛利率下滑

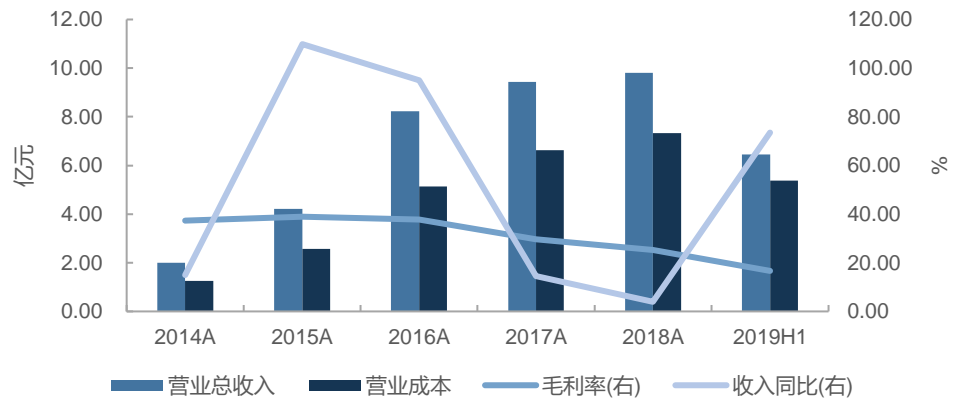
公司 2019 年上半年营业收入 6.45 亿元，相比去年同期大幅增长 73.44%，归母净利润为-2108.8 万元，较去年同期减少 155.11%，出现亏损，业绩不及预期。

公司业绩下滑的主要原因是：油漆涂装等部分关键工序安装调试进度不及预期，限制公司风电设备产品的产能利用率，导致公司上半年毛利率大幅下滑至 16.66%，比去年同期减少 6.74 个百分点。

该情况暴露出了公司在规模快速扩张时期存在生产管理上的一些短板，费用增长节奏快于产能增加的步伐，导致近期毛利率承压。

预计影响公司实际产能的涂装线在年内将完成调试，陆续投产，随着新产线新工艺的优化完成，公司将逐步提高交货能力，降低成本费用率，毛利率将迎来边际改善。

图 1 公司近五年收入盈利情况



资料来源：wind，德邦研究所

## 在手订单充足 收入维持高增速

公司目前在手订单充足，截至报告期末在手订单 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，新业务光热设备产品订单 1.21 亿元。在手订单金额大幅高于去年同期 3.2 亿元的规模，预计公司收入将继续维持高速增长的态势。

表 1 公司主要产品订单数量

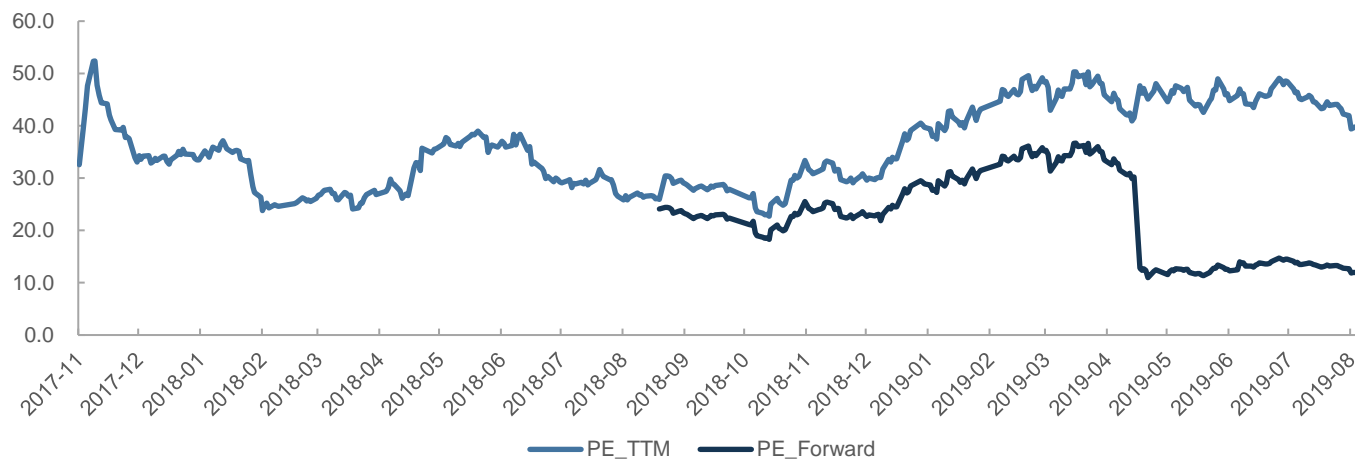
产品名	数量	单位
机舱罩	109	套
转子房	356	套
定子段	2506	件
光伏支架	482.85	MW
光热支架	140.92	MW

资料来源：公司 2019 年半年报，德邦研究所

## 盈利预测与估值

考虑到公司未来的毛利率与收入情况，我们将公司 2019-2021 年的净利润预测值分别由 1.83 亿、2.00 亿、2.37 亿下调至 0.55 亿、1.38 亿、1.91 亿，对应 EPS 分别为 0.43、1.08、1.49 元，对应 PE 为 38、15、11 倍。

图 2 公司历史估值情况



资料来源: wind, 德邦研究所

公司上市以来的 PE\_TTM 的平均值为 36.1 倍，标准差为 7.8 倍；公司 2018 年年报发布前 PE\_Forward 的平均值为 22.7 倍，标准差为 8 倍。由于当前市场对公司毛利率情况存在高估，也过高估计了公司 2019 年的净利润，我们认为公司 2019 年合理估值应高于历史估值的平均水平，同时考虑到公司 2020 年业绩将出现大幅改善，建议估值为 36-44 倍。

参考公司的历史估值水平，我们认为公司 2019 年合理的价格区间应为 15.48-18.92 元，公司当前价格 16.35 元，投资评级由“买入”下调为“增持”。

表 2 行业代表公司的估值水平比较

		最新收 盘价	EPS 2018	EPS 2019E	EPS 2020E	EPS 2021E	PE TTM	PE 2019E	PE 2020E	PE 2021E
603507.SH	振江股份	16.35	0.47	0.43	1.08	1.49	1501.50	38.02	15.14	10.97
	平均							18.15	13.05	10.62
603218.SH	日月股份	17.20	0.69	0.92	1.34	1.64	29.03	18.66	12.88	10.50
300443.SZ	金雷股份	15.10	0.49	0.83	1.30	1.66	22.90	18.11	11.62	9.11
300129.SZ	泰胜风能	3.65	0.01	0.23	0.33	0.41	154.52	15.97	11.17	8.87
300690.SZ	双一科技	26.44	0.79	1.36	1.73	2.07	25.77	19.38	15.27	12.79
002531.SZ	天顺风能	5.66	0.264	0.40	0.52	0.63	21.21	14.15	10.90	8.92

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>980</b>	<b>1756</b>	<b>2234</b>	<b>2609</b>
每股收益	0.47	0.43	1.08	1.49	营业成本	732	1367	1635	1892
每股净资产	10.95	11.25	12.13	13.23	毛利率%	25.3	22.1	26.8	27.5
每股经营现金流	0.76	-2.81	1.61	1.94	营业税金及附加	6	10	13	15
每股股利	0.15	0.13	0.20	0.39	营业税金率%	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	77	123	165	196
P/E	46.26	37.79	15.17	10.97	营业费用率%	7.8	7.0	7.4	7.5
P/B	2.00	1.45	1.35	1.24	管理费用	37	62	78	89
P/S	2.14	1.19	0.94	0.80	管理费用率%	3.8	3.5	3.5	3.4
EV/EBITDA	19.46	14.69	9.39	8.35	研发费用	29	54	70	83
股息率%	0.7	0.8	1.2	2.4	研发费用率%	3.0	3.1	3.1	3.2
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>100</b>	<b>140</b>	<b>273</b>	<b>334</b>
毛利率	25.3	22.1	26.8	27.5	财务费用	34	51	77	87
净利润率	6.2	3.2	6.2	7.3	财务费用率%	3.4	2.9	3.4	3.4
净资产收益率	4.3	3.8	8.9	11.3	资产减值损失	12	31	42	29
资产回报率	1.8	1.4	3.2	4.0	投资收益	15	10	10	11
投资回报率	5.5	5.1	8.8	9.6	<b>营业利润</b>	<b>70</b>	<b>68</b>	<b>164</b>	<b>229</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	-2	-2	-1	-3
营业收入增长率	4.0	79.2	27.2	16.8	<b>利润总额</b>	<b>68</b>	<b>65</b>	<b>163</b>	<b>226</b>
EBIT 增长率	-34.3	39.9	95.6	22.0	EBITDA	149	201	337	399
净利润增长率	-47.6	-8.8	149.1	38.3	所得税	8	9	21	29
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	11.9	13.2	12.9	12.9
资产负债率%	45.3	53.3	54.7	55.2	少数股东损益	0	1	4	6
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>61</b>	<b>55</b>	<b>138</b>	<b>191</b>
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.7					
现金比率	0.5	0.4	0.3	0.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	679	752	773	812
应收账款周转天数	125.2	118.1	120.4	119.7	应收款项	407	568	737	855
存货周转天数	157.1	170.0	140.0	130.0	存货	398	637	627	674
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	其它流动资产	339	324	334	335
固定资产周转率	2.0	2.6	3.0	3.6	流动资产合计	1824	2281	2471	2676
					长期股权投资	322	521	724	924
					固定资产	615	754	735	707
					在建工程	208	49	41	10
					无形资产	69	74	79	89
					非流动资产合计	1488	1682	1872	2040
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3312</b>	<b>3963</b>	<b>4344</b>	<b>4717</b>
净利润	61	55	138	191	短期借款	744	1541	1753	1946
少数股东损益	0	1	4	6	应付账款	232	281	327	352
非现金支出	61	92	106	94	预收账款	219	88	67	52
非经营收益	23	50	74	85	其它流动负债	207	63	71	78
营运资金变动	-47	-558	-116	-128	流动负债合计	1402	1973	2218	2429
<b>经营活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>-359</b>	<b>206</b>	<b>249</b>	长期借款	10	50	70	85
资产	-370	-82	-75	-55	其它长期负债	87	87	87	87
投资	396	-198	-203	-200	非流动负债合计	97	137	157	172
其他	19	-50	-30	-19	<b>负债总计</b>	<b>1499</b>	<b>2110</b>	<b>2375</b>	<b>2601</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>-330</b>	<b>-308</b>	<b>-274</b>	实收资本	128	128	128	128
债权募资	394	797	212	208	普通股股东权益	1403	1441	1553	1694
股权募资	50	0	0	0	少数股东权益	88	89	93	99
其他	-170	-34	-89	-144	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2990</b>	<b>3641</b>	<b>4022</b>	<b>4394</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>274</b>	<b>763</b>	<b>123</b>	<b>64</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>416</b>	<b>73</b>	<b>21</b>	<b>39</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 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

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；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。