

振江股份 (603507.SH)

深度报告

海风再起，拐点已来！

——振江股份深度报告

行业公司研究——电力设备新能源

✍️：杨云 执业证书编号：S1230514040002
☎️：021-80108131
✉️：Yangyun@stocke.com.cn

报告导读

公司作为全球海上风电优质零部件商，工艺技术能力优势明显，绑定全球顶级海上风电龙头公司。公司“新产能+新产品+新客户”拓展顺利，有望迎来业绩拐点。

投资要点

□ 全球风电快速发展，海上风电大有可为

2018年全球新增装机51.3GW，其中陆上新增装机46.8GW，海上新增装机4.5GW；全球风电累计装机591GW，其中海上累计装机23GW。据GWEC预测，2019-2023年全球海上风电新增装机总计39.8GW，CAGR达17.5%。

□ 乘海上风电东风，吹响公司再次腾飞号角

(1) 绑定海上风电全球龙头西门子，依托国内海上风电龙头上海电气，卡位海上风电增长。(2) 新开拓海外大客户Enercon(2018年全球新增装机第六)，持续拓展海内外优质风机主机厂商，未来业绩可期。(3) 海上风电钢结构技术壁垒高，构筑公司护城河；募投项目建设加速，产能提升支撑业绩增长。(4) 开拓风电业务协同，收购上海底特拓展风机紧固件业务，收购尚和海工切入海上风电运维市场。

□ 全球光伏稳步增长，“风光”双轮驱动

据中国光伏行业协会预计2019-2025年全国光伏新增装机240-305GW，CAGR达6%-9%。2014-2018年公司光伏设备产品营收CAGR达61%，公司光伏支架先后批量供应阳光电源、美国ATI及Unimacts等国内外知名光伏企业。

□ 盈利预测及估值

我们预测公司2019-2021年净利润为0.45/1.92/2.97亿元，对应EPS为0.36/1.50/2.32元。考虑到公司作为全球海上风电钢结构优质供应商，工艺、生产、管理能力突出，叠加产能扩产和大客户拓展，公司业绩有望稳定增长，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动、贸易摩擦升级、行业政策重大变动、收购协同风险。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	979.93	1587.69	2261.79	2936.07
(+/-)	3.95%	62.02%	42.46%	29.81%
净利润	60.75	45.49	192.39	297.40
(+/-)	-47.65%	-25.11%	322.91%	54.58%
每股收益(元)	0.47	0.36	1.50	2.32
P/E	46.65	62.30	14.73	9.53

评级

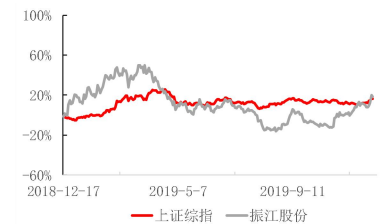
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥22.4

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.18
2Q/2019	-0.20
1Q/2019	0.04
4Q/2019	-0.00



公司简介

振江股份是全球海上风电和光伏设备钢结构生产企业。公司主要产品包括机舱罩、转子房、定子段等风电设备产品，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。客户主要是西门子、通用电气、康士伯、ATI、上海电气、特变电工、阳光电源等国内外知名风电整机和光伏企业。

相关报告

报告撰写人：杨云

数据支持人：郑华航

证券研究报告

正文目录

1. 振江股份——全球海上风电优质零部件商.....	5
1.1. 股权结构集中，便于高效决策.....	7
1.2. 公司风电产品盈利能力强，国外业务贡献大.....	8
2. 全球风电快速发展，海上风电大有可为.....	9
2.1. 全球风电重回发展期，中国风电新增装机全球第一.....	9
2.2. 海上风电蓬勃发展，市场空间广阔.....	13
3. 乘海上风电东风，吹响公司再次腾飞号角.....	16
3.1. 绑定海上风电的全球龙头西门子和国内龙头上海电气，持续拓展优质风电大客户.....	16
3.2. 海上风电钢结构技术壁垒高，构筑公司护城河.....	18
3.3. 募投项目建设加速，产能提升支撑业绩增长.....	20
3.4. 延伸产业链，开拓风电业务协同.....	20
3.4.1. 收购上海底特，拓展风机紧固件业务.....	20
3.4.2. 收购上海底特，拓展风机紧固件业务.....	21
4. 全球光伏稳步增长，光伏支架市场可期.....	24
4.1. 全球光伏新增装机创新高，中国光伏增长空间大.....	24
4.2. 公司光伏支架屡获知名客户认可，营收快速增长.....	25
5. 盈利预测与估值.....	25
5.1. 收入分拆及预测.....	25
5.2. 估值与投资结论.....	26
6. 风险分析.....	27

图表目录

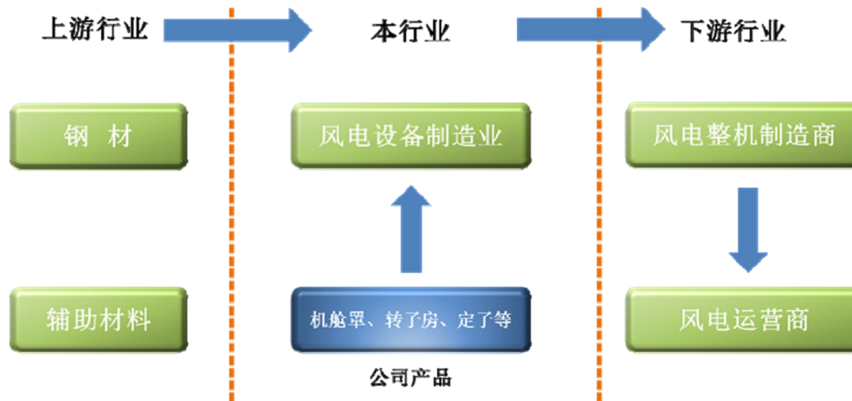
图 1: 公司位于产业链中游.....	5
图 2: 公司发展历程.....	5
图 3: 公司产品在风机内部所处位置.....	6
图 4: 公司风电产品图.....	6
图 5: 公司光伏设备产品.....	7
图 6: 公司股权结构 (截至 2019 年 Q3)	7
图 7: 公司营收情况 (亿元)	8
图 8: 公司净利润情况 (亿元)	8
图 9: 公司毛利率与净利率.....	8
图 10: 公司各项业务毛利率.....	8
图 11: 公司国内外业务营收占比 (%)	9
图 12: 公司各项主营业务营收 (亿元)	9
图 13: 历年全球风电累计装机容量变化情况 (GW)	9
图 14: 历年全球风电新增装机容量变化情况 (GW)	9
图 15: 2018 年全球陆上风电累计装机占比 (国别维度)	10
图 16: 2018 年全球陆上风电新增装机占比 (国别维度)	10
图 17: 2019-2023 年全球风电年新增装机容量预测 (GW)	12
图 18: 2019-2023 年全球风电年新增装机占比预测 (%)	12
图 19: 2019-2023 年美洲风电年新增装机容量预测 (GW)	12
图 20: 2019-2023 年欧洲风电年新增装机容量预测 (GW)	12
图 21: 2019-2023 年非洲风电年新增装机容量预测 (GW)	12
图 22: 2019-2023 年亚洲风电年新增装机容量预测 (GW)	12
图 23: 历年全球海上风电新增装机容量及累计装机容量.....	13
图 34: 2018 年全球海上风电累计装机占比.....	13
图 25: 2018 年全球海上风电新增装机占比.....	13
图 27: 2013-2018 年我国海上风电累计装机 CAGR 达 117%.....	15
图 28: 国内海上风电项目建设及核准容量 (截止 2019 年 9 月 30 日, 单位: GW)	15
图 34: 2017-2018 年我国海上风电各功率机组累计装机量 (万千瓦)	16
图 35: 2017 年全球新增风电装机市场份额.....	16
图 36: 2018 年全球新增风电装机市场份额.....	16
图 34: 2017 年全球海上风电新增装机市场份额 (供应商维度)	17
图 35: 2018 年全球海上风电新增装机市场份额 (供应商维度)	17
图 36: 公司的西门子销售额及其在总营收占比.....	17
图 37: 2018 年中国风电制造企业海上累计装机份额 (MW)	18
图 78: 2018 年中国风电制造企业海上新增装机份额 (MW)	18
图 41: 风电零部件公司研发费用对比 (亿元)	20
图 42: 风电零部件公司研发费用在总营收占比对比 (%)	20
图 43: 上海底特营收情况.....	21
图 44: 上海底特净利润情况.....	21
图 45: 上海底特各项业务营收 (亿元)	21
图 46: 上海底特毛利率与净利率.....	21

图 47: 2019-2023 年中国海上运维市场预测.....	22
图 48: 2019-2021 年尚和海工承诺业绩.....	24
图 49: 2011-2018 年全球光伏新增装机.....	24
图 50: 2019-2025 年全球光伏新增装机预测.....	24
图 58: 2011-2018 年全国光伏新增装机.....	24
图 52: 2013-2018 年公司光伏设备产品营收情况.....	25
图 53: 2014-2018 年公司光伏设备产品营收占比.....	25
表 1: 公司主要产品类别和简介.....	6
表 2: 2017-2018 年全球风电新增及累计装机容量 (GW)	10
表 3: 《风电发展“十三五”规划》2020 年全国海上风电开发布局.....	14
表 4: 各省海上风电“十三五”规划方案.....	14
表 5: 公司细分业务盈利预测.....	17
表 6: 截至 2018 年底公司在手订单量.....	18
表 7: 公司核心技术及关键生产工艺.....	19
表 8: 公司主要产品生产技术和所处阶段.....	19
表 9: 公司主要在研项目及进展.....	19
表 10: 公司募投研项目及进展.....	20
表 11: 国内风电安装船分类.....	22
表 12: 国内风电运维船分类.....	23
表附录: 三大报表预测值.....	28

1. 振江股份——全球海上风电优质零部件商

振江股份是全球海上风电和光伏设备钢结构生产企业。公司主要产品包括机舱罩、转子房、定子段等风电设备产品，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。公司客户主要是西门子、通用电气、康士伯、ATI、上海电气、特变电工、阳光电源等国内外知名风电整机和光伏企业。

图 1：公司位于产业链中游



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

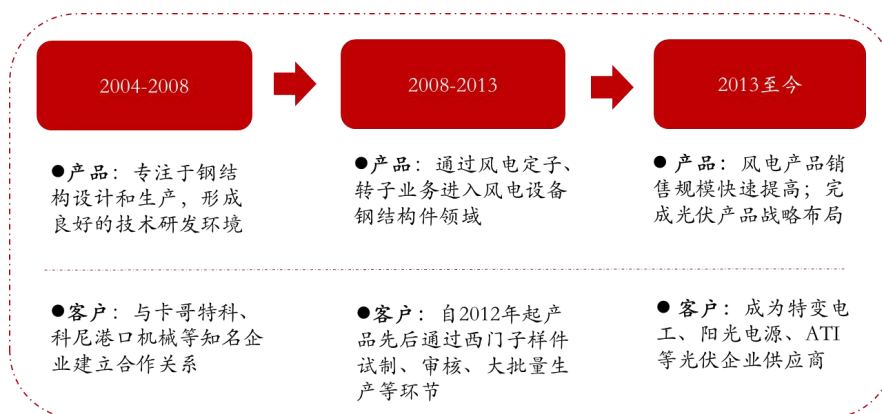
公司发展历程分为三个阶段：

第一阶段（2004-2008年）：公司主要从事港口机械、矿山机械钢结构件的生产加工。先后与卡哥特科、科尼港口机械（上海）有限公司等知名企业建立合作关系；

第二阶段（2008-2013年）：公司确定集中资源开发风电设备产品。自2012年起，先后通过西门子集团2.3MW、3.6MW、4.0MW机舱罩、3.0MW、6.0MW定子段和转子房等各类产品样件试制和审核、大批量生产等环节，与西门子的合作广度和深度不断提高。

第三阶段（2013年至今）：公司逐步完成光伏设备零部件的战略布局。先后成为特变电工、阳光电源、ATI等知名光伏企业合格供应商；同时公司风电设备零部件产能和销售规模快速增长。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

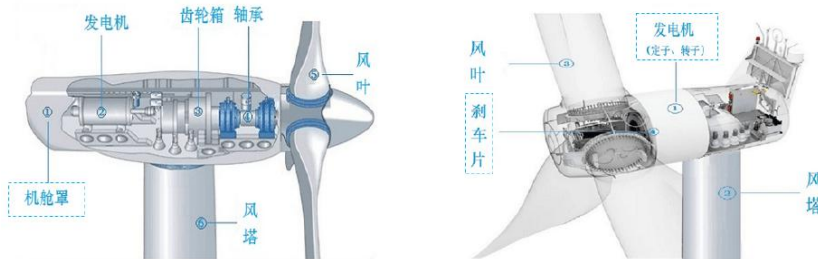
表 1：公司主要产品类别和简介

产品类别	具体产品	产品介绍	主要客户
风电设备产品	机舱罩	2.3MW	西门子集团、通用、上海电气等
		3.6MW	
		4.0MW	
	转子房	3.0MW	
		6.0MW	
	定子段	3.0MW	
6.0MW			
光伏设备产品	固定式光伏支架	主要用于传统地面光伏发电系统	特变电工、阳光电源、ATI 等
	可调式光伏支架	主要用于国外大型追踪式地面光伏发电系统	
	追踪式光伏支架		

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

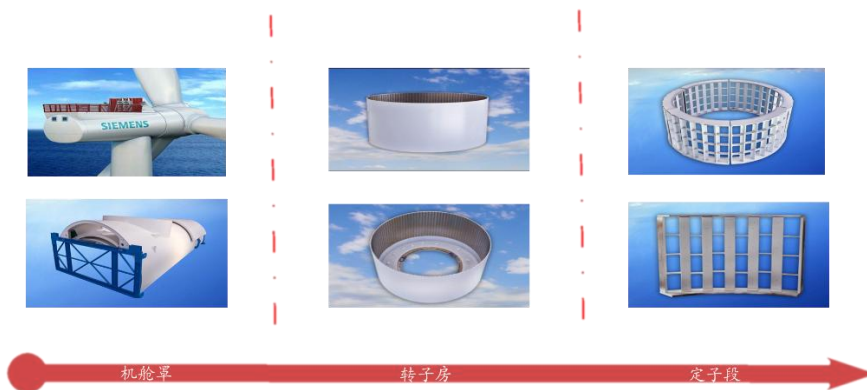
风电整机通常由机舱罩、齿轮箱、发电机、叶片、轴承、风塔、控制系统等部件组成，公司主要风电设备产品是机舱罩、转子房、定子段等风机核心钢结构部件。其中 2.3MW 机舱罩主要用于美国和欧洲风电设备，3.6MW、4.0MW 机舱罩和转子房、定子段等产品目前主要用于欧洲和中国海上风电设备。

图 3：公司产品在风机内部所处位置



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

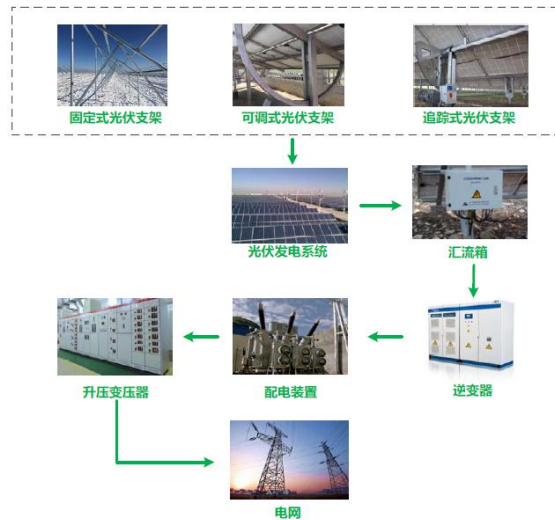
图 4：公司风电产品图



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

光伏发电系统包括光伏支架（公司光伏产品分为固定/可调式光伏支架、追踪式光伏支架）、光伏组件、逆变器、汇流箱等。公司光伏支架品质屡获国内外知名客户认可，先后批量供应特变电工、阳光电源等国内知名光伏企业，并于2015年通过美国知名光伏跟踪器生产厂商ATI及其供应链服务商Unimacts的供应商审核，成功进入其供应链体系。

图 5：公司光伏设备产品

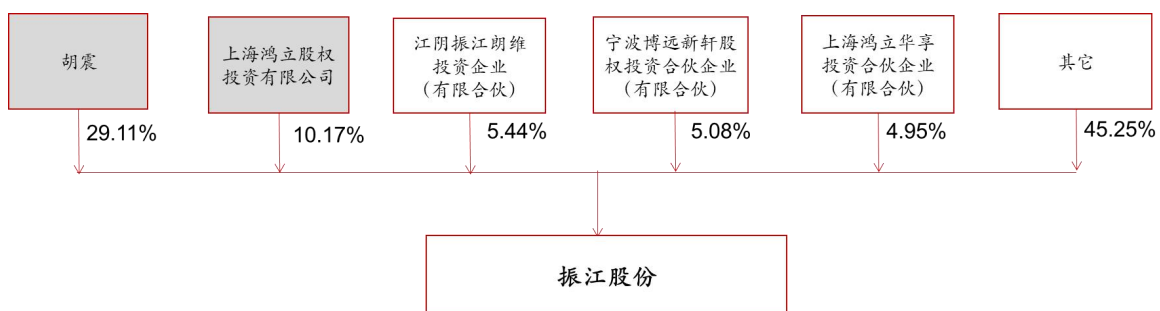


资料来源：公司招股说明书，其中虚框表示公司产品，浙商证券研究所

1.1. 股权结构集中，便于高效决策

截至2019年Q3公司第一大股东胡震持有上市公司29.11%的股权，控制权集中，便于高效决策。公司拥有3家全资子公司：江阴振江新能源科技有限公司和天津振江新能源科技有限公司以及无锡航工机械制造有限公司。。

图 6：公司股权结构（截至2019年Q3）



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2. 公司风电产品盈利能力强，国外业务贡献大

公司 2014-2018 年营收和归母净利润 CAGR 为 41.14% 和 46.63%。2018 年公司营收为 9.80 亿元，同比增加 3.95%，归母净利润为 0.61 亿元，同比减少 48.04%。2018 年归母净利润下滑的主要原因是：钢材采购单价同比增长；募投项目逐步建设完成，固定资产折旧同比增加；部分客户产品线升级，交货计划有所调整。2019Q3 单季度归母净利润 0.23 亿元，相比 2019H1 业绩扭亏，主要是新产能的涂装线调试逐步加快以及客户交付节奏加强。

图 7：公司营收情况（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：公司净利润情况（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

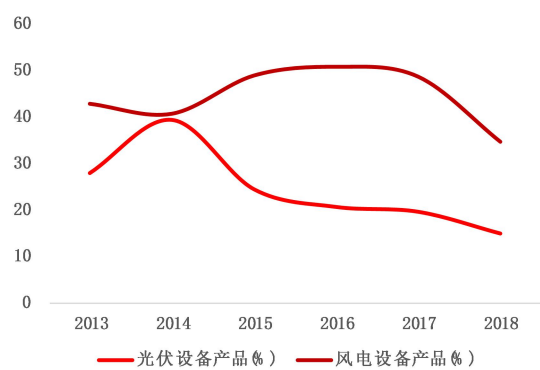
2014-2018 年风电设备产品毛利率维持在 35% 以上。2013-2018 年公司毛利率超过 25%，其中风电设备产品毛利率保持 35% 以上；2013-2017 年公司净利率随着规模效应凸显由 5% 提升至 12%，2018 年受公司业绩增长放缓影响，净利率回落至 6%。2019Q1-Q3 公司毛利率 17.57%，环比增加 0.91 个百分点，毛利率逐步修复，主要是客户交付节奏加强以及新产品工艺成熟。

图 9：公司毛利率与净利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

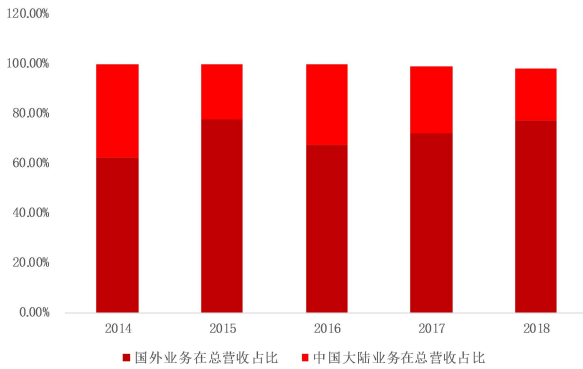
图 10：公司各项业务毛利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

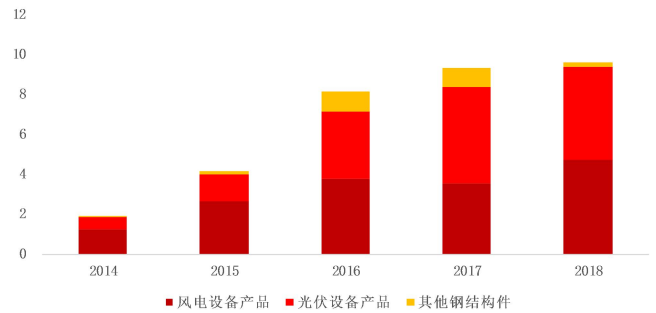
2018 年公司国外业务营收占比 77%。2018 年光伏产品营收 4.68 亿元（占总营收 48%），风电产品营收 4.71 亿元（占总营收 48%）。2018 年国外业务营收 7.6 亿，同比增加 12%，占总营收 77%，随着募投项目建成开工、风电大客户完成产品升级，未来公司风电设备产品营收占比有望提升。

图 11: 公司国内外业务营收占比 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 12: 公司各项主营业务营收 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2. 全球风电快速发展, 海上风电大有可为

2.1. 全球风电重回发展期, 中国风电新增装机全球第一

(一) 2001-2018 年全球风电装机发展三个阶段

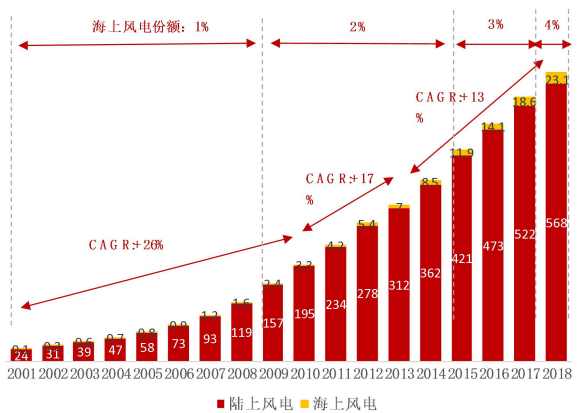
第一阶段 (2001-2009 年): 全球风电高速增长期。新增风电装机 CAGR 达到 22%; 海上风电市场开始起步, 荷兰、英国、德国、比利时等欧洲国家陆续开拓海上风电市场, 受制于海上风电技术积累不足、度电成本较高, 新增海上风电装机仅占新增风电装机的 1% 左右。

第二阶段 (2010-2013 年): 全球风电调整期。装机增速放缓, 新增风电装机 CAGR 回落到 -3%; 欧洲国家持续发展海上风电, 中国开始进入海上风电市场, 新增海上风电份额提升至 2% 左右。

第三阶段 (2014 至今): 全球风电重回发展期。风电技术提升加速, 度电成本优势凸显, 新增风电装机 CAGR 达到 7%; 欧洲海上风电技术逐步完善, 中国海上风电快速发展, 新增海上风电份额提升至 4%-8%。

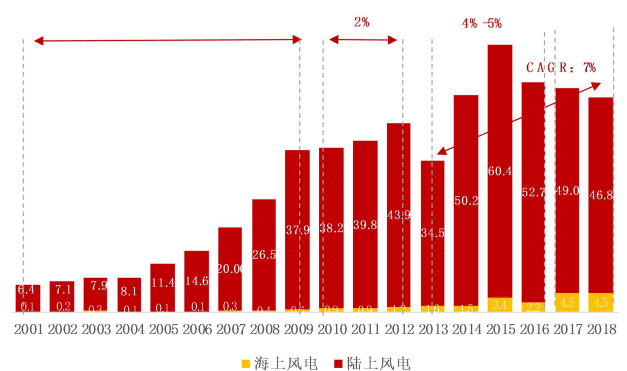
2018 年全球新增装机 51.3GW, 其中陆上风电新增装机 46.8 GW, 海上风电新增装机 4.5 GW。截至 2018 年, 全球风电累计装机 591GW, 其中海上风电累计装机 23GW, 在全球风电装机占比 4%。

图 13: 历年全球风电累计装机容量变化情况 (GW)



资料来源: 《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

图 14: 历年全球风电新增装机容量变化情况 (GW)



资料来源: 《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

(二) 中、美、德、印度和巴西为全球前五大陆上风电增量市场

中国：2008-2018 年陆上风电新增装机连续十年全球第一。2018 年中国陆上风电新增装机 21.2GW，全球占比 45%，继续保持 2008 年以来全球第一大陆上风电增量市场。截至 2018 年，中国陆上风电累计装机 206GW，陆上和海上累计装机 210.6GW，成为世界首个陆上风电总装机超过 200GW 的国家，提前两年完成了风电“十三五”规划目标（2020 年风电并网 210GW）。

美国：世界第二大陆上风电市场。2018 年美国陆上风电新增装机 7.6 GW，累计装机 96 GW，是世界第二大陆上风电市场。据 GWEC 预计，直到 2020/21 年，生产税抵免政策（Production Tax Credit）仍然是美国新增装机主要驱动力。

其它三大陆上风电市场：2018 年其它三大陆上风电市场新增装机分别为德国 2.4GW、印度 2.2GW 和巴西 1.9GW。

图 15：2018 年全球陆上风电累计装机占比（国别维度）

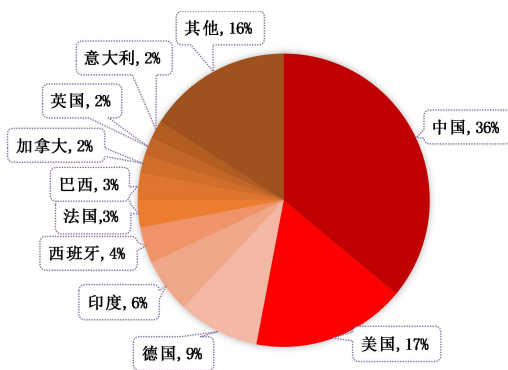
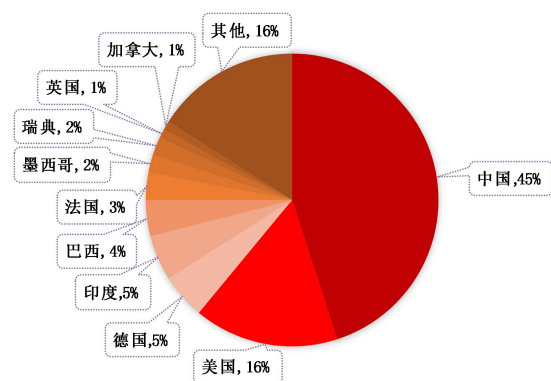


图 16：2018 年全球陆上风电新增装机占比（国别维度）



资料来源：《Global Wind Report 2018》(GWEC)，浙商证券研究

资料来源：《Global Wind Report 2018》(GWEC)，浙商证券研究

表 2：2017-2018 年全球风电新增及累计装机容量（GW）

国家（GW）	2017 新增装机容量	2017 总装机容量	2018 新增装机容量	2018 总装机容量
美洲	10.6	123.1	12.0	135.0
美国	7.0	89.0	7.6	96.7
加拿大	0.3	12.2	0.6	12.9
巴西	2.0	12.8	2.0	15.0
墨西哥	0.5	4.0	0.9	5.0
阿根廷	0	0.2	0.5	0.7
智利	0.3	1.4	0.2	1.6
美洲其他	0.4	3.4	0.2	3.6
非洲、中东	0.6	4.8	1.0	5.7
埃及	0	0.8	0.38	1.2
肯尼亚	0	0	0.3	2.1
南非	0.6	2.1	0	2.1
非洲其他	0	1.9	0.3	2.1
亚太	23.9	231.4	24.9	256.3
中国	18.5	185.6	21.2	206.8
印度	4.1	32.9	2.2	35.1
澳大利亚	0.5	4.8	0.5	5.4
巴基斯坦	0.2	0.8	0.4	1.2

	日本	0.2	3.4	0.3	3.7
	韩国	0.1	1.1	0.1	1.2
	越南	0	0.2	0	0.2
	菲律宾	0	0.4	0	0.4
	泰国	0.2	0.6	0	0.6
	亚洲其他	0	1.5	0.1	1.6
	欧洲	13.9	162.5	9.0	171.3
	德国	5.3	50.8	2.4	53.1
	法国	1.7	13.8	1.6	15.3
	瑞典	0.2	6.5	0.7	7.2
	英国	2.6	12.4	0.6	13.0
	土耳其	0.8	6.9	0.5	7.4
	欧洲其他	3.2	72.2	3.2	75.4
	陆上风电总装机	49.0	521.8	46.9	568.4
	欧洲	3.2	15.6	2.7	18.3
	英国	1.7	6.7	1.3	8.0
	德国	1.3	5.4	1.0	6.4
	比利时	0.2	0.9	0.3	1.2
	丹麦	0	1.3	0	1.3
	荷兰	0	1.1	0	1.1
	欧洲其他	0	0.3	0	0.3
海上风电	亚太	1.3	3.0	1.8	4.8
	中国	1.2	2.8	1.8	4.6
	韩国	0	0	0	0
	亚洲其他	0.1	0.2	0	0.2
	美洲	0	0	0	0
	美国	0	0	0	0
	海上风电总装机	4.5	18.7	4.5	23.1

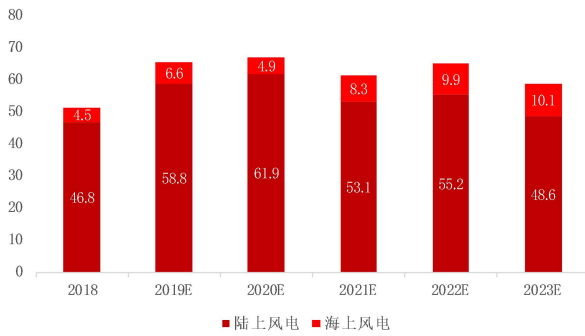
资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究所

(三) 预计 2019-2023 年全球风电新增装机 317GW

据 GWEC 预测, 2019-2023 年全球新增风电装机总计近 317GW, CAGR 为 2.7%; 其中亚太、欧洲、北美洲及拉美、非洲新增装机分别为 145GW、63GW、63GW、7GW。

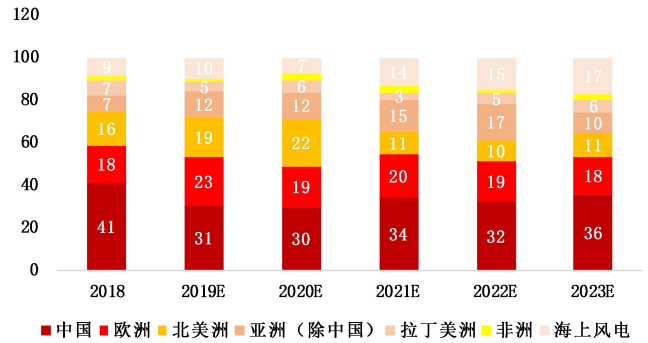
2019-2023 年中国始终是全球风电第一大市场。GWEC 数据显示, 2018 年全球风电新增装机中国占比 41%, 至 2023 年, 中国在全球新增风电装机占比将达 36%, 始终是全球第一大风电市场。

图 17: 2019-2023 年全球风电年新增装机容量预测 (GW)



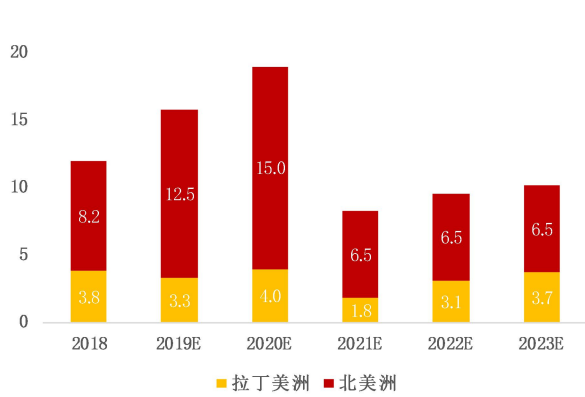
资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

图 18: 2019-2023 年全球风电年新增装机占比预测 (%)



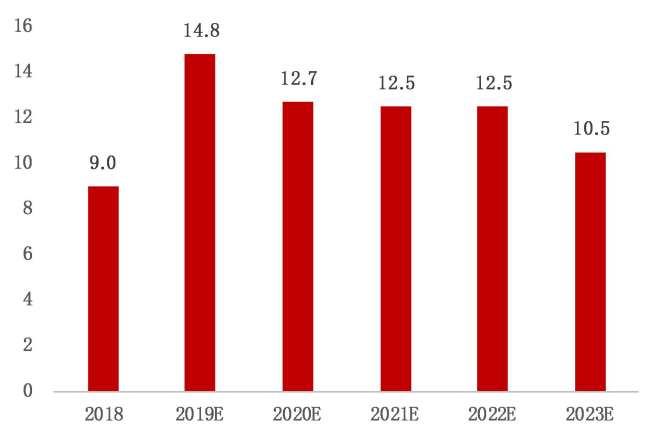
资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

图 19: 2019-2023 年美洲风电年新增装机容量预测 (GW)



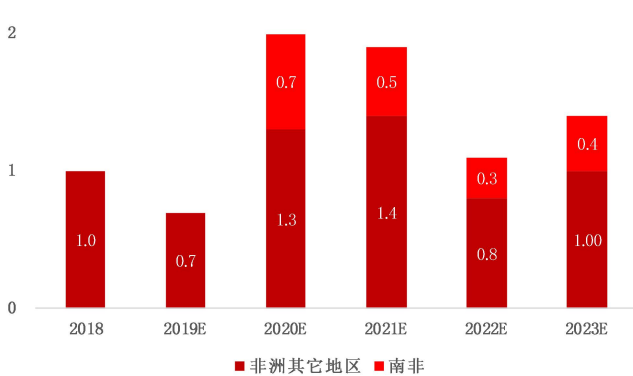
资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

图 20: 2019-2023 年欧洲风电年新增装机容量预测 (GW)



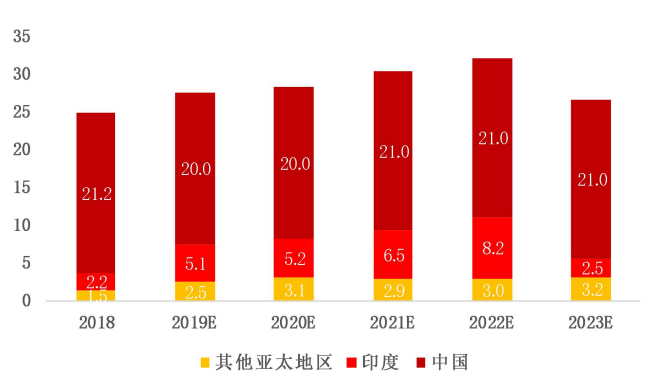
资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

图 21: 2019-2023 年非洲风电年新增装机容量预测 (GW)



资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

图 22: 2019-2023 年亚洲风电年新增装机容量预测 (GW)



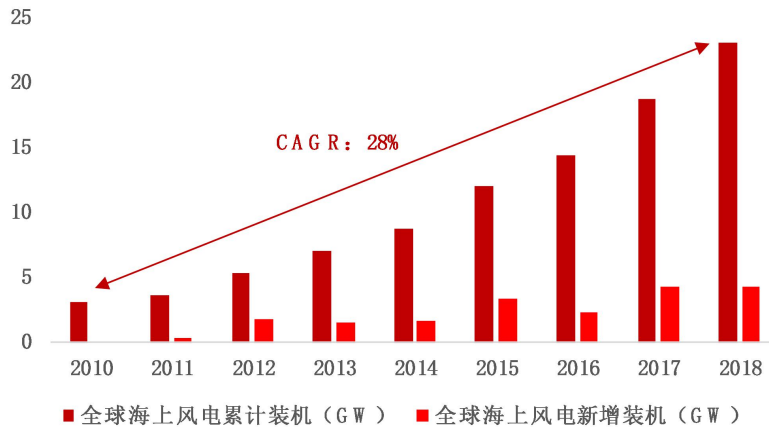
资料来源:《Global Wind Report 2018》(GWEC), 浙商证券研究

2.2. 海上风电蓬勃发展，市场空间广阔

(一) 全球海上风电持续高速发展，装机集中在英、德、中三国

2010-2018 年全球海上风电累计装机 CAGR 达到 28%。2018 年全球海上风电新增装机 4.5GW，与 2017 年持平，占全球风电新增装机 8%。截至 2018 年全球海上风电累计装机达 23GW，同比增长 23%，占全球风电累计装机 4%。

图 23：历年全球海上风电新增装机容量及累计装机容量

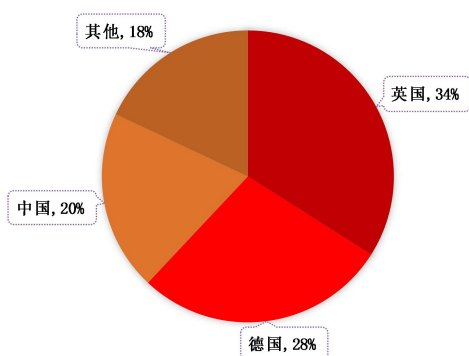


资料来源：《Global Wind Report 2018》(GWEC)，浙商证券研究所

2018 年英国、中国、德国三国占据全球海上风电累计装机份额 82%，全球海上风电装机高度集中。

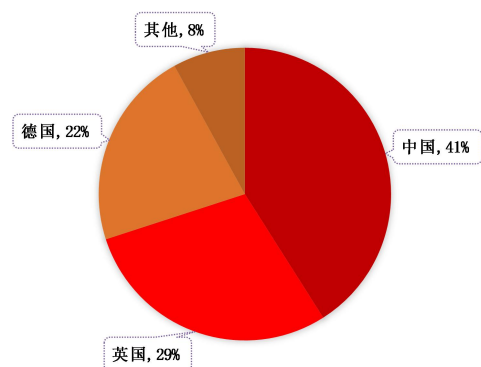
1. 中国：2018 年海上风电新增装机全球第一。中国 2018 年海上风电新增装机 1.8GW，全球占比 41%（全球第一）。截至 2018 年，中国海上风电累计装机 4.6GW，全球占比 20%（全球第三）。
2. 英国：2018 年海上风电累计装机全球第一。英国 2018 年海上风电新增装机 1.3GW，全球占比 29%（全球第二）；截至 2018 年，英国海上风电累计装机 7.8GW，全球占比 34%（全球第一）。
3. 德国：2018 年海上风电累计装机全球第二。德国 2018 年海上风电新增装机 1.0GW，全球占比 22%（全球第三）截至 2018 年，德国海上风电累计装机 6.44GW，全球占比 28%（全球第二）。

图 24：2018 年全球海上风电累计装机占比



资料来源：《Global Wind Report 2018》(GWEC)，浙商证券研究

图 25：2018 年全球海上风电新增装机占比



资料来源：《Global Wind Report 2018》(GWEC)，浙商证券研究

(二) 国家和各省“十三五”期间积极布局海上风电

2016年11月,国家能源局发布《风电发展“十三五”规划》,提出到2020年底,国内风电累计并网容量达到210GW以上,其中全国海上风电开工建设规模达到10GW,力争累计并网容量达到5GW以上。根据国家能源局截止至2019年10月,我国海上风电累计并网5.1GW,已完成“十三五”规划目标的77%。

表 3:《风电发展“十三五”规划》2020年全国海上风电开布局

地区	累计并网容量 (万千瓦)	开工规模 (万千瓦)
天津市	10	20
辽宁省		10
河北省	300	50
江苏省	30	450
浙江省	30	100
上海市	90	40
福建省		200
广东省	30	100
海南省	10	35
合计	500	1005

资料来源:国家能源局,浙商证券研究所

至2020年底,各省规划海上风电装机规模累计达27GW以上。各地方政府也积极响应国家能源局号召,制定了本省的海上风电发展计划以及相应的扶持方案。目前已出台省内规划方案的省份有:江苏、浙江、福建、广东、海南、山东、上海、河北、辽宁合计9个省份,2020年底各省规划海上风电装机规模达到27GW以上。

表 4:各省海上风电“十三五”规划方案

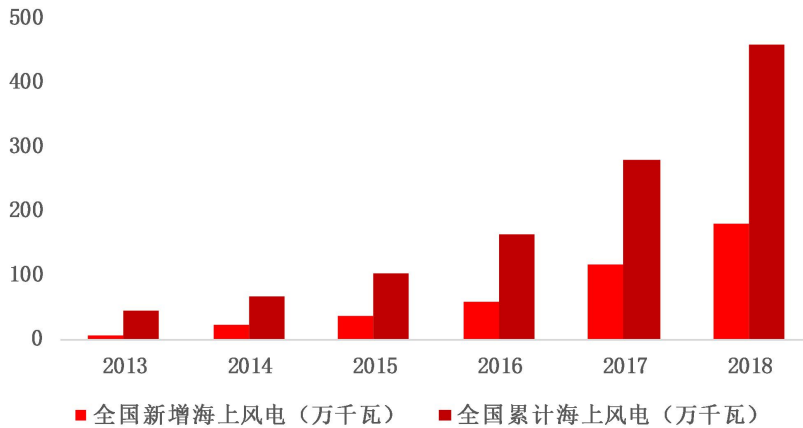
江苏省	《江苏省能源发展“十三五”规划》	2017年4月	到2020年,海上风电累计并网350万千瓦(3.5GW)
浙江省	《浙江省电力发展“十三五”规划》	2016年8月	“十三五”期间新增海上风电300万千瓦(3GW)左右
福建省	《福建省海上风电场工程规划报告》	2017年3月	规划总规模1330万千瓦(13.3GW),到2020年底、2030年底装机分别达到200万千瓦(2GW)、300万千瓦(3GW)以上
广东省	《广东省海上风电发展规划(2017-2030年)(修编)》	2018年4月	到2020年底,开工建设海上风电装机容量1200万千瓦(12GW)以上,其中建成投产200万千瓦(2GW)以上;到2030年底,建成投产海上风电装机容量约3000万千瓦(30GW)
海南省	《海南省“十三五”能源发展规划》	2017年4月	到2020年,争取投产东方近海风电装机共35万千瓦(0.35GW)
山东省	《山东省电力发展“十三五”规划》	2017年5月	规划6个百万千瓦级海上风电场,总装机规模1275万千瓦(12.75GW)
上海市	《上海市能源发展“十三五”规划》	2017年4月	“十三五”期间,全市新增风电装机80~100万千瓦(0.8GW~1GW),总装机达到140万千瓦(1.4GW)
河北省	《河北省“十三五”能源发展规划》	2017年9月	到2020年海上风电装机争取达到80万千瓦(0.8GW)
辽宁省	《国家能源局关于大连市海上风电场工程规划的复函》	2013年7月	大连海上风电规划总装机容量190万千瓦(1.9GW),到2020年将累计建成190万千瓦(1.9GW)海上风电
各省市规划合计			截至2020年底,累计并网27GW以上

资料来源:各省能源局,浙商证券研究所

(三) 我国是全球最大的海上风电增量市场

2013-2018 年我国海上风电累计装机 CAGR 达 117%，已成为全球增速最快、潜力最大的海上风电市场。2018 年实现新增并网装机容量 180 万千瓦，同比增幅达 55.2%，新增装机容量首超英国，排名全球第一；累计海上风电并网容量达 459 万千瓦，排名全球前 3，成为仅次于英国和德国的第三大海上风电国家。

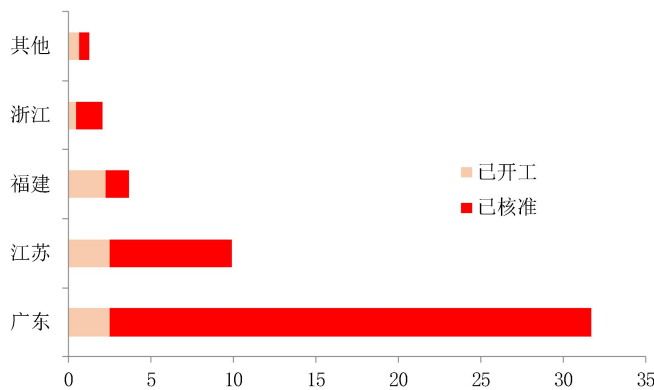
图 26：2013-2018 年我国海上风电累计装机 CAGR 达 117%



资料来源：《2018 年中国风电吊装容量统计简报》(CWEA)，浙商证券研究所

截至 2019 年 9 月底，中国海上风电已开工 8.5GW，已核准 40.2GW，预计 2019 年可超额完成海上风电“十三五”规划目标，其中广东项目总量占国内总容量 62%。

图 27：国内海上风电项目建设及核准容量（截止 2019 年 9 月 30 日，单位：GW）

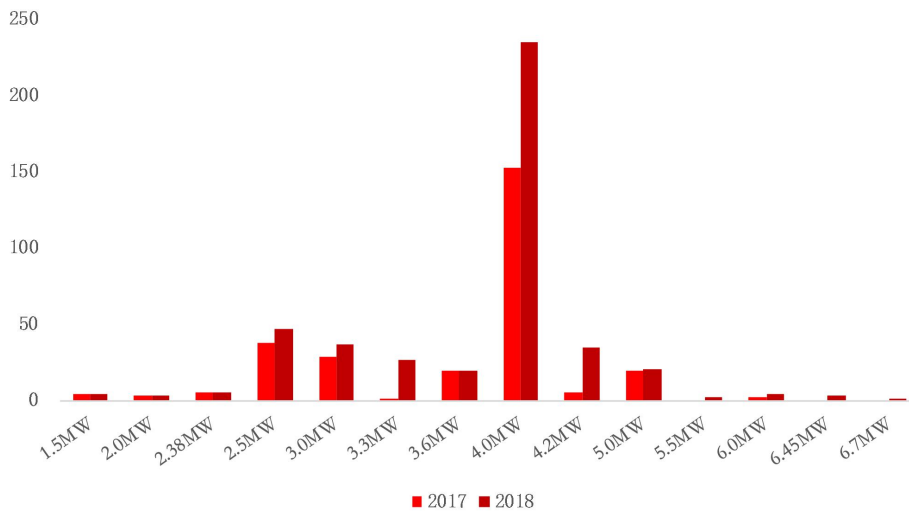


资料来源：明阳智能 Q3 业绩材料，浙商证券研究所

（四）我国海上风电机组大功率化趋势明显

2018 年 4MW 机组占海上总装机容量的 52.8%。截至 2018 年底，4MW 机组累计装机 234.8 万千瓦，同比增长 53.66%，占海上总装机容量的 52.8%；3.2MW、4.2MW、6MW 机组累计装机为 27 万千瓦、35.2 万千瓦、4.2 万千瓦，同比大幅增长 8910%、604.8%、133.33%；较 2017 年，新增了单机容量为 5.5MW、6.45MW、6.7MW 的机组。

图 28：2017-2018 年我国海上风电各功率机组累计装机量（万千瓦）



资料来源：《2018 年中国风电吊装容量统计简报》(CWEA)，浙商证券研究所

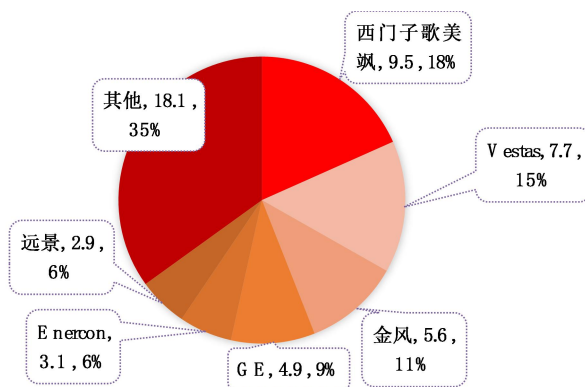
3. 乘海上风电东风，吹响公司再次腾飞号角

3.1. 绑定海上风电的全球龙头西门子和国内龙头上海电气，持续拓展优质风电大客户

（一）全球海上风电龙头西门子是公司第一大客户

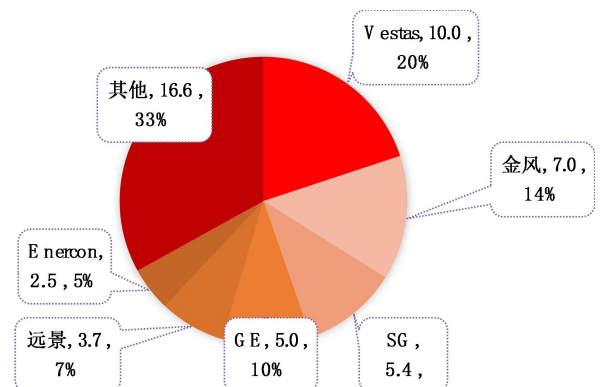
西门子全球海上风电市场的龙头地位稳固。2017-2018 年，西门子海上风电新增装机 2.7GW、1.36GW，分别占据全球 56%、32% 的市场份额，均为世界第一。2017-2018 年西门子在全球新增风电装机市场份额 18%、11%。

图 29：2017 年全球新增风电装机市场份额



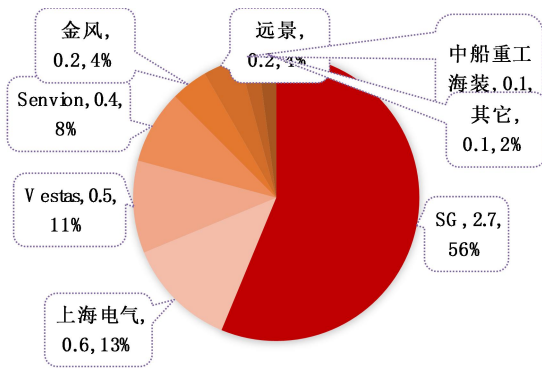
资料来源：BNEF，浙商证券研究所

图 30：2018 年全球新增风电装机市场份额



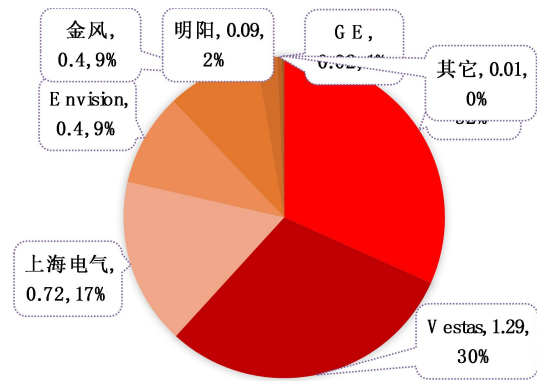
资料来源：BNEF，浙商证券研究所

图 31：2017 年全球海上风电新增装机市场份额（供应商维度）



资料来源：BNEF，浙商证券研究所

图 32：2018 年全球海上风电新增装机市场份额（供应商维度）



资料来源：BNEF，浙商证券研究所

公司是西门子海上风电国内关键供应商。2012 年以来，公司先后通过西门子集团 2.3MW、3.6MW、4.0MW 机舱罩，3.0MW、6.0MW 定子段和转子房等各类产品样件试制和审核、小批量生产和大批量生产等环节。

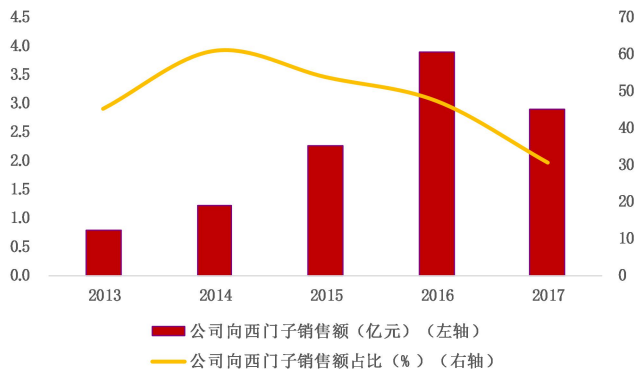
表 5：公司细分业务盈利预测

产品名称	产品型号	开发时间	样件过审时间	获小批订单时间	获大批订单时间
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
转子房	3.0MW	2014 年 2 月	2015 年 7 月	2015 年 8 月	2016 年 11 月
	2.3MW	2016 年 1 月	2016 年 4 月	2016 年 4 月	2016 年 8 月
定子段	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	-

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司的西门子销售额稳步提升，占比逐步下降。2017 年西门子贡献收入金额为 2.9 亿元，2014-2017 公司向西门子销售额 CAGR 为 23.91%。随着公司不断拓展新客户，西门子销售额占比逐步从 2014 年的 60% 降至 2017 年的 30%。

图 33：公司的西门子销售额及其在总营收占比

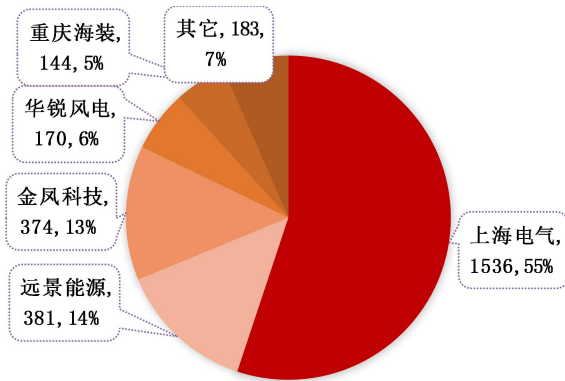


资料来源：公司招股说明书、公司年报，光大证券研究所整理

(二) 依托国内海上风电龙头上海电气，卡位国内海上风电增长

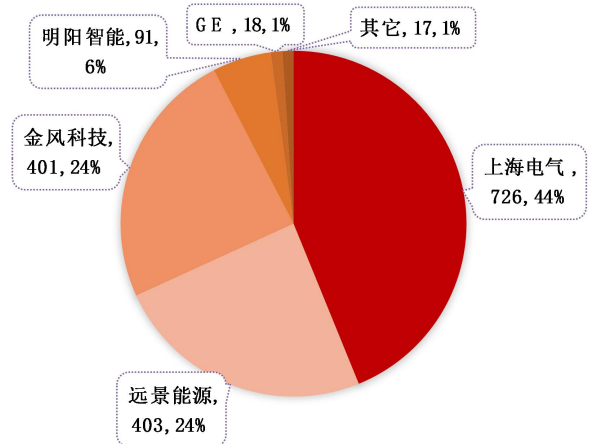
上海电气占据国内海上风电龙头地位近 10 年。2018 年国内风电制造企业海上风电新增装机份额中，上海电气以 72.6 万千瓦，占比 44% 排名第一；截至 2018 年底，上海电气国内海上风电累计装机达 1536MW，超第二名 4 倍多。连续占据国内海上风电龙头地位近 10 年。凭借与西门子紧密的合作关系，公司顺利成为上海电气的主要供应商。

图 34：2018 年中国风电制造企业海上累计装机份额 (MW)



资料来源：《2018 年中国风电吊装容量统计简报》(CWEA)，浙商证券研

图 35：2018 年中国风电制造企业海上新增装机份额 (MW)



资料来源：《2018 年中国风电吊装容量统计简报》(CWEA)，浙商证券研

(三) 在手订单充足，业绩再次腾飞有保障

随着公司相关客户产品升级调整的完成，订单量和交货计划逐步恢复正常，公司在手订单量充足，截至 2018 年底，公司风电设备在手订单约 5 亿元，光伏设备在手订单约 0.8 亿元。

表 6：截至 2018 年底公司在手订单量

产品	单位	数量
机舱罩	套	101
转子房	套	351
定子段	件	3,047
光伏支架	MW	350.5

资料来源：2018 年公司年报，浙商证券研究所

(四) 未来增长亮点，积极拓展国内外风电优质客户

新开拓海外大客户 Enercon (2018 年全球新增装机第六)，公司竞争力突出。2019 年 1 月公司公告通过 Enercon 供应商资格认证并取得小批量风塔订单，我们预计未来随着公司产能提升订单会持续放量；同时公司正在积极开发 VESTAS、GE、Nordex、金风等国内外优质客户，不断优化客户结构和提高经营稳定性，应对客户市场份额变化。

3.2. 海上风电钢结构技术壁垒高，构筑公司护城河

公司焊接、加工、涂层技术壁垒高，是极少数满足西门子风机结构件质量要求的企业。公司自主开发的焊接并行控制技术采用独创的工装，可有效控制产品收缩变形；公司引入双柱立式铣车复合加工和落地镗铣床等精密加工设备，可高效地完成恒温加工测量；公司涂装生产线能一次性实现高品质涂装，有效提高产品表面质量。

表 7：公司核心技术及关键生产工艺

技术名称	技术来源	技术特点
焊接并行控制技术	自主开发	公司自主设计工装以有效控制产品收缩变形，采用独特的反变形技术和独创的焊接顺序，并采用自动化焊接技术，配备焊接机器人、自动变位器，有效提高生产效率，降低生产成本并提高产品质量。
机加工精度控制	自主开发	公司采用独立式加工技术和恒温测量控制技术，并使用自主开发的无引力式装夹技术和无引力装夹工装设计技术等，保证产品加工精度和产出效率。
生产线涂装技术	自主开发	公司涂装生产线能一次性实现冲砂、喷锌、油漆等高品质涂装。生产线可有效控制涂装温度、湿度、清洁度等，有效提高作业效率和涂装质量。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表 8：公司主要产品生产技术及所处阶段

产品	生产技术	技术阶段
风电机舱罩	定位焊接技术	大批量生产
	整体拼装旋转焊接技术	
风电转子房	焊夹具成型焊接技术	大批量生产
	磁性夹具铣削技术	
风电定子段	机器人定位焊接技术	大批量生产
	防变形装夹定位技术	
光伏支架	照射面调节技术	大批量生产
	自动追光技术	
电机支撑	型钢拼焊技术	大批量生产
TU/PU 平台	模具成型焊接技术	大批量生产
支架基础地桩	螺旋叶片拉伸成形技术	大批量生产

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司与西门子合作开展研发行业领先的 10.0MW 大型海上风电钢结构项目。另外，公司风塔塔架已实现小批量生产，6.0MW 转子房及定子段项目已实现大批量生产。

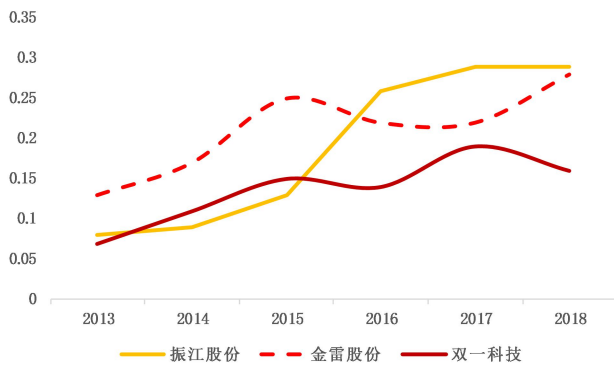
表 9：公司主要在研项目及进展

项目名称	拟达到的目标	进展情况
6.0MW 定子段	以提高定子段的制作质量和效能为前提，对焊接程序和焊接工装进行完善和优化；加工方面主要是要缩短工件的装夹时间，优化工装从而提高要件的刚性，提高切削效率和质量，从而达到扩大产、降低成本的效果。	大批量生产
风电底座	采用专用的焊接夹具和专用的铣削夹具来满足批量化生产的需要。	大批量生产
6.0MW 转子房	简化装配过程，提高结构件装配精度，缩短装配周期，降低工人劳动强度；缩短机加工时间，提高加工精度。	大批量生产
风塔塔架	采用数控等离子水下下料，减少钢板切割所产生的内应力；利用专用折弯模具多道折弯一次成型，提高折弯的工作效率和尺寸精确。	小批量生产
10.0MW 定子段	从结构件焊接接头位置和焊接的可实施、可操作性方面优化焊接结构和焊缝位置；优化机加工尺寸的可控性。	研究开发
10.0MW 转子房	优化、改良结构件的自身强度、刚性；达到制作、加工、质量和效能的多项统一。	研究开发

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

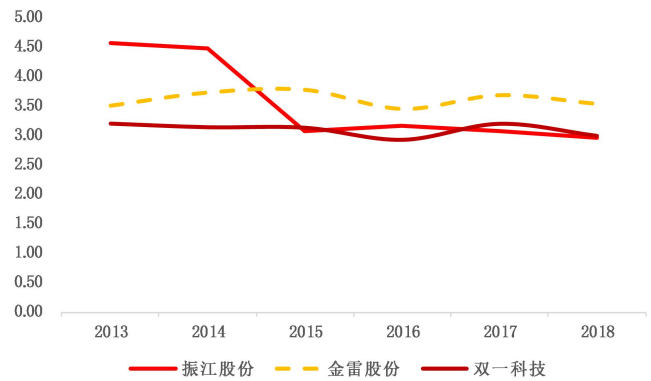
公司研发费用及占比处于行业较高水平。风电零部件公司研发费用在总营收占比一般在 3%-5% 之间，2018 年公司研发投入 0.29 亿元，在营收占比 3%，处于行业较高水平。

图 36: 风电零部件公司研发费用对比 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 37: 风电零部件公司研发费用在总营收占比对比 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

3.3. 募投项目建设加速, 产能提升支撑业绩增长

募投项目建设加速, 持续提升先进产能。2017 年公司募投了“3.0MW 风电转子房生产建设项目”等项目, 其中 3.0MW 转子房、3.0MW、6.0MW 定子段生产建设项目已于 2019 年 3 月实施完毕, 新增 950 套 3.0MW 转子房、5000 套 3.0MW 定子段、2500 套 6.0MW 定子段产能; 预计 6.0MW 转子房项目于 2019 年实施完毕, 新增 360 套 6.0MW 转子房产能; 风塔项目于 2018 年 9 月终止, 并变更为 3 条全自动涂装流水线建设项目, 预计于 2019 年达产后, 80%-90% 的涂装工作量将由机器人完成。

表 10: 公司募投项目及进展

募投项目名称	计划投资额 (万元)	已投入募集资金 (万元)	募集时间	完成情况	新增产能 (套)
3.0MW 风电转子房生产建设项目	16,967.70	8,333.40	首次公开发行募投, 20171031	20190326 实施完毕	950
6.0MW, 3.0MW 风电定子分段生产建设项目	13,148.22	4,344.00	首次公开发行募投, 20171031	20190326 实施完毕	5000 套 3MW 定子段 2500 套 6MW 定子段
6.0MW 风电转子房生产建设项目	27,737.34	11,816.82	首次公开发行募投, 20171031	进展中	360
补充流动资金	12,000.00	3,464.94	首次公开发行募投, 20171031	进展中	-
风塔生产建设项目	12,150.42	3,983.71	首次公开发行募投, 20171031	20180929 终止风塔项目, 并变更为自动化涂装生产线项目, 建设周期计划为 1 年	120
自动化涂装生产线建设项目	8,307.55	-	20180929		达产后 80-90% 的涂装工作量将由机器人完成

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

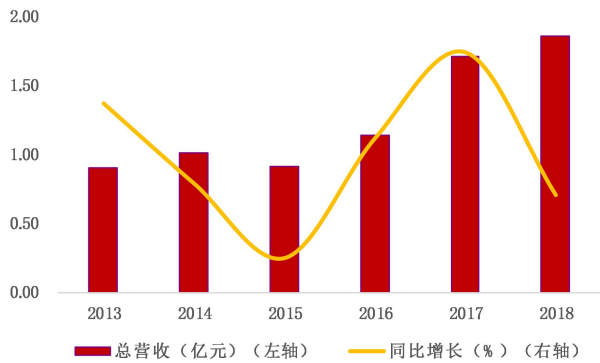
3.4. 延伸产业链, 开拓风电业务协同

3.4.1. 收购上海底特, 拓展风机紧固件业务

2018 年 9 月公司收购上海底特 63% 股权 (截至 2019 年 7 月, 公司已拥有上海底特 85% 股权), 拓展风机紧固件业务。上海底特拥有机械行业著名品牌“施必牢”, 主要产品包括螺母、螺栓、丝锥等。2018 年上海底特营收 1.87

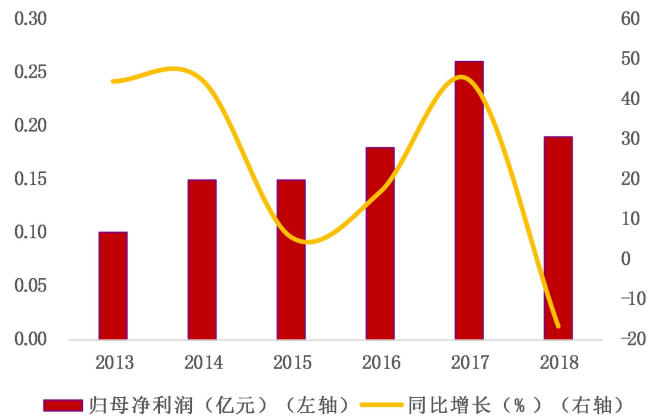
亿元, 同比增长 8.44%, 其中归母净利润 0.19 亿元, 同比增长 -16.65%, 2013-2018 年毛利率保持在 30% 以上。公司有望通过其风电行业积累与上海底特产生协同效应, 拓展风电紧固件业务。

图 38: 上海底特营收情况



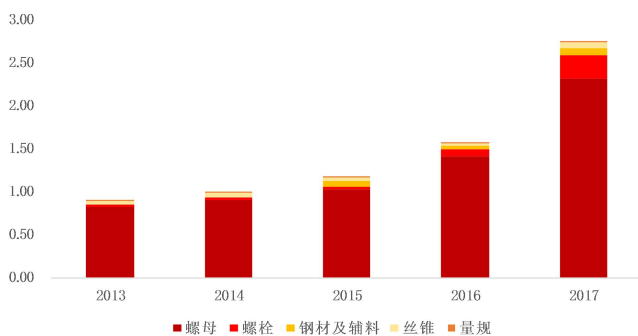
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 39: 上海底特净利润情况



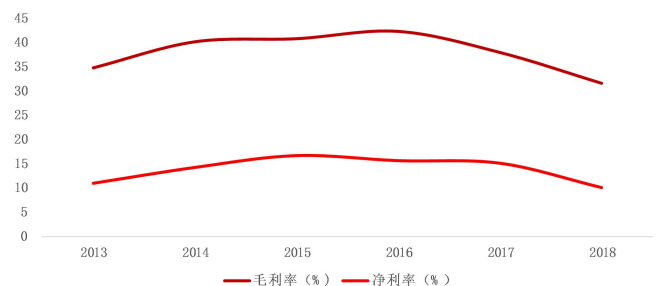
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 40: 上海底特各项业务营收 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 41: 上海底特毛利率与净利率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

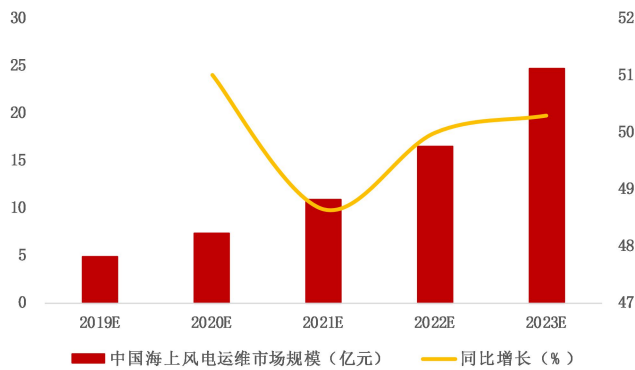
3.4.2. 收购上海底特, 拓展风机紧固件业务

(一) 海上风电安装运维市场供应缺口大

海上风电安装船需求旺盛。根据收购公告材料, 以广东省为例, 《广东省“十三五”能源结构调整实施方案》的通知指出: 到 2020 年底, 开工建设海上风电装机容量约 1200 万千瓦以上, 其中建成 200 万千瓦以上。按平均单机功率 5MW 计算, 仅广东省一省 2020 年开工建设规模约有 2400 台, 折合 2019 至 2020 年每年开工建设台数约为 1200 台, 按每艘 1000T 海上风电安装平台船年安装 60 台计算, 需要配备 1000T 及以上吊装能力平台船约 20 艘。

预计 2019-2023 年中国累计新增 64.6 亿海上运维市场规模。我国海上风电的增长是在“十三五”期间, 多数海上机组处于质保期, 因此 2021-2025 年期间海上机组出质保期后, 海上运维需求将快速增长。根据前瞻产业研究院预测 2019 年中国海上风电运维市场规模达到 4.9 亿元左右, 2023 年市场规模达到 24.8 亿元左右, 2019-2023 年累计新增市场规模约 65 亿元, CAGR 达到 50%。

图 42：2019-2023 年中国海上运维市场预测



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

(二) 国内海上风电安装运维船分类

海上风机安装一般由自升式起重平台和浮式起重船两类船舶完成。船舶可以具备自航能力也可以是非自航，采用单独亦或联合方式安装取决于水深、起重能力和船舶的可用性。其中联合安装比较典型的方式是由平甲板驳船装载风机部件或者单基桩拖到现场,再由自升式平台或起重船从平板驳船上吊起部件完成安装或打桩。

1、按照船型和适用的工作海域可以将海上风电安装船舶分 4 类。

表 11：国内风电安装船分类

风电安装船类别	风电安装船特点
起重船	目前已较少用于海上风电安装。具备自航能力,船上配备起重机,在不同风机位置间的转移速度快,操纵性好,使用费率很低,船源充足,不存在船期安排问题,极其依赖天气和波浪条件,对控制工期非常不利。但在深海(大于 35m)条件下由于无法使用自升式平台/船舶进行安装,故仍须使用起重船。
自升式起重平台	目前海上风电安装的主力。配备了起重吊机和 4~8 个桩腿,在到达现场之后桩腿插入海底支撑并固定驳船,通过液压升降装置形成稳定平台,在平台上起重吊机完成对风机的吊装。自升平台没有自航设备,需由拖船拖行,导致其在现场不同风机点之间转场时间较长,操纵不便,且需要平静海况。
自航自升式安装船	兼具自升式平台和浮式船舶的优点。具备了一定的航速和操纵性,可以一次性运载更多的风机,减少了对本地港口的依赖。船舶配备专门用于风机安装的大型吊车和打桩设备,具有可以提供稳定工作平台的自升装置,可以在相对恶劣的天气海况下工作,且安装速度较快
桩腿固定型风电安装船	是自航自升式风电安装船与起重船之间的折中方案。其通常由常规船舶改建而成,尺度小于专门建造的安装船,桩腿为改建中安装。在作业工程中船体依靠自身浮力漂浮在水中,桩腿只起到稳定船体的作用

资料来源：百度百科，浙商证券研究所

2、根据国内海上风电的发展现状，风电运维船主要分为六类。

表 12：国内风电运维船分类

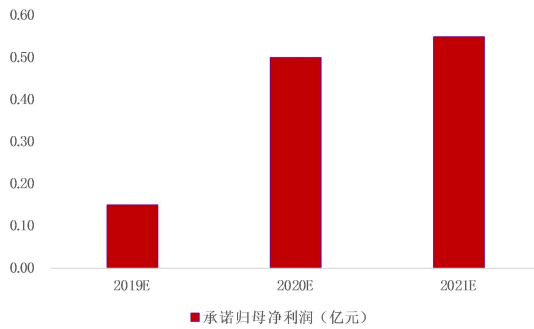
风电运维船类别	风电运维船特点
普通运维船	泛指用于海上风电工程或运维的交通艇，典型特征为航速较低，普通舵桨推进，耐波性差，靠泊能力差，装载能力差，安全性差。
专业双体运维船	指用于海上风电工程或运维的专业船舶，典型特征为双体：稳性好，航速中等，大约 13-15 节；靠泊能力强，有效波高 1.5 米至 2 米；甲板面积大，可搭载各种专业运维设备及物资，可拓展性强；船体钢或钢铝混合，优点建造成本低，运营成本低；可居住 10 个运维人员，适合离岸距离 10-20 海里内的近海风电场。
高速专业双体运维船	用于离岸 20 海里以上的海上风电场运维专业船舶，此种船舶典型特征为航速较高（25 节以上）；喷水推进或螺旋桨推进，船体为小水线面机构，耐波性好（能在 8 节风 3 米海浪中正常航行），靠泊能力强，抗风浪强，船体为全铝构造，可做日常运维船，也可做居住船的交通船及应急救生船；缺点是建造与运营成本略高。
运维母船	用于远海海上风电运维，供人员住宿，存放备件的较大型船舶，典型特征为可提供 40 人以上的住宿，具备一个月以上自持力，靠泊能力优异（有效波高 2.5 米以上），具备 DP 定位及补偿悬梯传送人员功能，安全性高。缺点是建造与运营成本很高，国外海上风电也应用不多，目前国内海上风电不适用
自升式运维船	主要用于海上风电运维的大部件更换（齿轮箱、叶片，发电机等）的船舶，典型特征为具备一定的起重能力，拥有自升式平台，能适应水深 40 米左右的大多数海域作业；适合离岸距离远，水深 40 米左右的海上风电场；优点是作业范围广，海上居住舒适性强，安全性高；缺点是：建造与运营成本高。
居住船	国内海上风电场的现状衍生出的适合离岸 20-50 海里海上风电场运维的船舶，双体船机构，稳性好，安全性高，作业面积大，居住空间大；可居住 50 人。船舶优点：功能性强，移动方便，运维成本低（减少多条运维船舶每日往返的燃油成本），海上持续能力 20 天，续航能力 500 海里

资料来源：搜狐网，浙商证券研究所

（三）尚和海工是国内海上风电安装运维领先企业

2018 年 4 月公司收购尚和海工 80% 股权，将其产业链延伸至海上风电安装运维业务。尚和海工委托第三方设计的自航自升式海上风电安装及运维船，预计 2019 年完成现场调试及海试。尚和海工承诺 2019-2021 年度实现的归母净利润不低于 0.15 亿元、0.5 亿元、0.55 亿元。

图 43: 2019-2021 年尚和海工承诺业绩



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

4. 全球光伏稳步增长, 光伏支架市场可期

4.1. 全球光伏新增装机创新高, 中国光伏增长空间大

2018 年全球光伏新增装机 110GW, 同比增长 7.8%, 创历史新高。在光伏发电成本持续下降和新兴市场拉动等有利因素的推动下, 全球光伏市场仍将保持增长, 中国光伏行业协会预计 2019-2025 年全球光伏新增装机 675-780GW, CAGR 达 6%-9%。

图 44: 2011-2018 年全球光伏新增装机

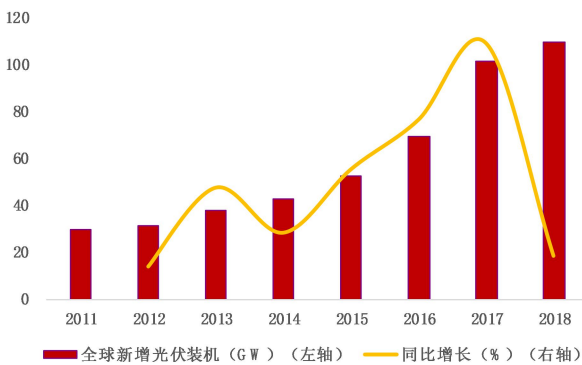
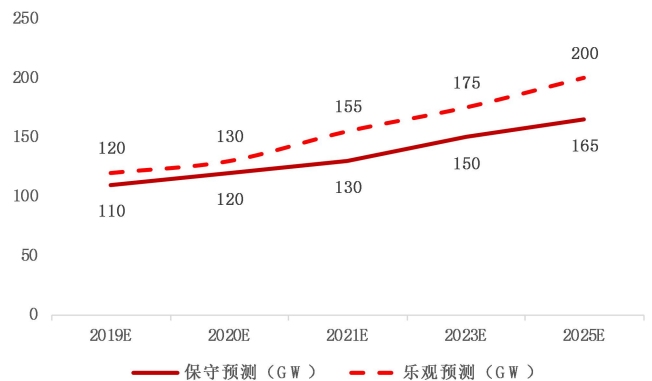


图 45: 2019-2025 年全球光伏新增装机预测

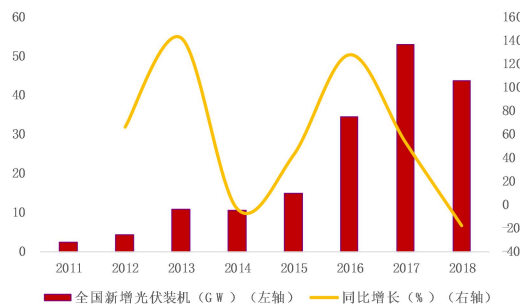


资料来源: 《中国光伏产业发展路线图 2018 版》(中国光伏行业

资料来源: 《中国光伏产业发展路线图 2018 版》(中国光伏行业

2018 年国内光伏新增装机下滑至 44GW, 同比下降 17%, 但仍居全球首位。未来两年是进入平价上网时代的关键期, 2019、2020 年国内新增光伏市场将保持一定规模, 且将在资源良好、电价较高地区出现平价项目。中国光伏行业协会预计, 2019-2025 年全国光伏新增装机 240-305GW, CAGR 达 6%-9%。

图 46: 2011-2018 年全国光伏新增装机

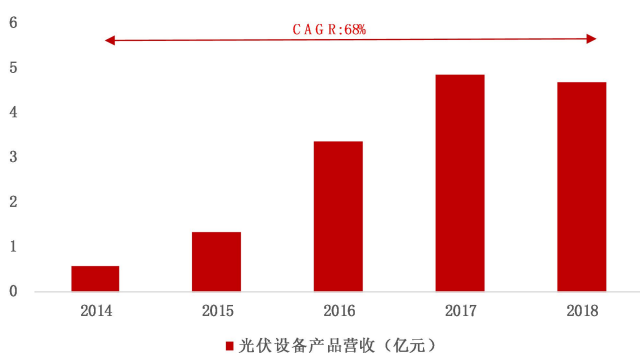


资料来源: 《中国光伏产业发展路线图 2018 版》(中国光伏行业协会), 光大证券研究所整理

4.2. 公司光伏支架屡获知名客户认可，营收快速增长

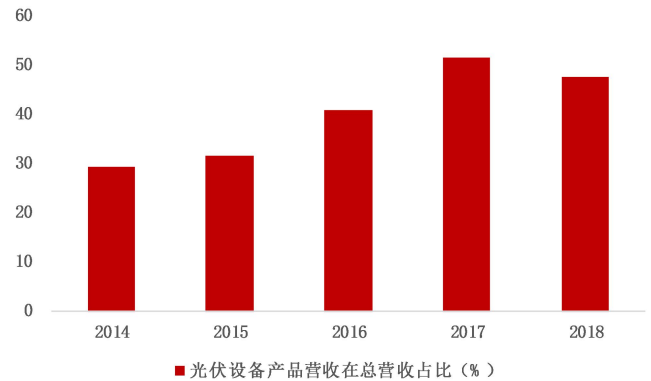
2014-2018 年公司光伏设备产品营收 CAGR 达 68%。公司光伏支架品质屡获国内外知名客户认可，先后批量供应特变电工、阳光电源等国内知名光伏企业，并于 2015 年通过美国知名光伏跟踪器生产厂商 ATI 及其供应链服务商 Unimacts 的供应商审核，成功进入其供应链体系。2018 年公司光伏产品营收 4.68 亿元，总营收占比 48%，2014-2018 年公司光伏设备产品营收 CAGR 达 68%。

图 47：2013-2018 年公司光伏设备产品营收情况



资料来源：wind, 浙商证券研究所

图 48：2014-2018 年公司光伏设备产品营收占比



资料来源：wind, 浙商证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 收入分拆及预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

1、风电设备业务：考虑目前募投扩能项目基本完成，以及从 18 年下半年开始公司最大海外客户西门子订单恢复，以及新拓展客户 ENERCON 等，我们预计 2019-2021 年风电设备产品收入增长率 80%、46%、30%，毛利率分别为 34%、33%、33%；

2、光伏设备业务：考虑公司产品竞争力，同时绑定海外大客户，以及新拓展国内客户等，我们预计 2019-2021 年光伏设备产品收入增长率 10%、25%、26%，毛利率分别为 15%、14%、14%；

3、其他钢结构业务：考虑产能倾向风电和光伏主业，我们预计 2019-2021 年其他钢结构业务收入增长率 10%、10%、10%，毛利率分别为 25%、25%、25%；

4、其他业务：此业务为废料处理，我们预计 2019-2021 年其他业务收入增长率 10%、10%、10%，毛利率分别为 6%、6%、6%。

表 13：收入拆分及预测

单位：百万元	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
总收入	942.66	979.93	1587.69	2261.79	2936.07
同比增速	14.61%	3.95%	62.02%	42.46%	29.81%
毛利率 (%)	29.73%	25.34%	26.92%	28.13%	28.26%
风电设备产品					
收入	352.54	471.09	847.96	1233.78	1605.15
同比增速	-6.91%	33.63%	80.00%	45.50%	30.10%
毛利率 (%)	46.50%	35.59%	34.00%	33.00%	33.00%

光伏设备产品					
收入	485.87	468.36	515.19	645.02	812.72
同比增速	44.31%	-3.61%	10.00%	25.20%	26.00%
毛利率(%)	19.15%	15.17%	15.00%	14.00%	14.00%
其他钢结构					
收入	95.54	24.31	26.75	29.42	32.36
同比增速	-4.22%	-74.55%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	24.01%	35.56%	25%	25%	25%
其他业务					
收入	8.70	16.18	17.80	19.57	21.53
同比增速	18.21%	85.87%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	3.57%	5.99%	6%	6%	6%
尚和海工					
收入	/	/	/	100.00	125.00
同比增速	/	/	/	/	25.00%
毛利率(%)	/	/	/	60%	60%
上海底特					
收入	/	/	180.00	234.00	339.30
同比增速	/	/	/	30.00%	45.00%
毛利率(%)	/	/	30%	30%	30%

5.2. 估值与投资结论

我们选取同样海上风电行业的东方电缆、日月股份、时代新材、明阳智能进行相对估值比较，2020年可比公司平均PE为20x。我们预测公司2019-2021年净利润为0.45/1.92/2.97亿元，对应EPS为0.36/1.50/2.32元，对应PE为62x/15x/10x。考虑到公司作为全球海上风电钢结构优质供应商，工艺、生产、管理能力突出，叠加产能扩产和大客户拓展，公司业绩有望稳定增长，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值情况

公司名称	收盘价	EPS (元)				PE (X)			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
东方电缆	11.47	0.34	0.61	0.81	1.03	34	19	14	11
时代新材	6.89	-0.53	0.06	0.20	0.37	-13	115	34	19
日月股份	19.78	0.69	0.93	1.37	1.68	29	21	14	12
明阳智能	12.58	0.39	0.48	0.76	0.97	32	26	17	13
平均						20	45	20	14
振江股份	22.26	0.47	0.36	1.50	2.32	47	62	15	10

资料来源：振江股份数据为浙商证券研究所预测，其余数据为wind及wind一致预期数据

6. 风险分析

1、原材料价格波动风险：公司生产所需主要原材料包括钢材类和油漆材料，其中钢材类材料成本占比较高，若原材料价格出现大幅波动，会导致公司生产成本发生较大变动，进而影响公司利润水平。

2、国际贸易摩擦风险：公司是典型出口型企业且海外市场主要集中在美国和欧洲等国家和地区。一旦公司主要出口国家对公司主要产品设置政策、关税及其他方面的壁垒，将对公司产品的销售带来不利影响。

3、行业政策重大变动风险：如果行业政策发生重大变动，导致风电行业及光伏行业对新能源装备投入大幅萎缩或者公司不能较好地应对产品市场竞争，如海上风电竞价造成项目收益降低，将导致公司销售收入大幅下降。

4、募集资金投资项目风险：若募投项目产品未来市场规模增长不及预期，或者销售开拓不力，公司将面临产品销售无法达到预期目标的风险；募投项目投产后，如果市场环境发生重大不利变化，将存在因固定资产增加而引致的固定资产折旧影响未来经营业绩的风险。

5、收购项目协同风险：若收购项目协同不及预期，业绩承诺无法完成，将产生商誉减值风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1824	1580	2097	2730
现金	679	309	397	526
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	407	458	590	753
其它应收款	20	41	51	67
预付账款	90	88	135	198
存货	398	455	697	958
其他	229	228	229	229
非流动资产	1166	1191	1326	1431
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	615	812	932	1010
无形资产	69	83	97	115
在建工程	208	186	157	131
其他	274	111	139	175
资产总计	2990	2771	3423	4161
流动负债	1402	1138	1596	2029
短期借款	744	440	542	536
应付款项	232	379	546	687
预收账款	219	146	250	417
其他	207	173	259	389
非流动负债	97	69	96	127
长期借款	10	30	50	70
其他	87	39	46	57
负债合计	1499	1207	1691	2156
少数股东权益	88	88	86	84
归属母公司股东权	1403	1477	1646	1921
负债和股东权益	2990	2771	3423	4161
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	98	85	195	325
净利润	60	45	191	295
折旧摊销	50	47	60	69
财务费用	34	39	35	38
投资损失	(15)	(3)	(4)	(5)
营运资金变动	716	(99)	150	178
其它	(747)	56	(235)	(250)
投资活动现金流	44	(166)	(173)	(148)
资本支出	(353)	(220)	(150)	(120)
长期投资	0	0	0	0
其他	397	54	(23)	(28)
筹资活动现金流	274	(289)	65	(48)
短期借款	481	(304)	102	(6)
长期借款	(40)	20	20	20
其他	(167)	(5)	(57)	(62)
现金净增加额	416	(370)	87	129

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	980	1588	2262	2936
营业成本	732	1160	1626	2106
营业税金及附加	6	11	14	18
营业费用	77	132	172	194
管理费用	37	124	109	123
研发费用	29	60	72	94
财务费用	34	39	35	38
资产减值损失	12	19	28	36
其他经营收益	0	3	3	4
投资净收益	15	3	4	5
营业利润	1	4	5	3
营业外收入	70	52	219	339
营业外支出	(2)	0	0	0
利润总额	68	52	219	339
所得税	8	7	28	44
净利润	60	45	191	295
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(2)
归属母公司净利润	61	45	192	297
EBITDA	146	128	304	436
EPS (元)	0.47	0.36	1.50	2.32
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	3.95%	62.02%	42.46%	29.81%
营业利润	-47.80%	-26.24%	324.63%	54.48%
归属母公司净利润	-47.65%	-25.11%	322.91%	54.58%
获利能力				
毛利率	25.34%	26.92%	28.13%	28.26%
净利率	6.15%	2.84%	8.44%	10.05%
ROE	4.24%	2.98%	11.67%	15.92%
ROIC	3.76%	3.52%	9.23%	12.28%
偿债能力				
资产负债率	50.14%	43.56%	49.41%	51.81%
净负债比率	51.74%	41.29%	36.71%	29.31%
流动比率	1.30	1.39	1.31	1.35
速动比率	1.02	0.99	0.88	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.55	0.73	0.77
应收帐款周转率	3.08	4.02	4.70	4.52
应付帐款周转率	4.57	4.10	3.90	3.78
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.36	1.50	2.32
每股经营现金	0.76	0.66	1.52	2.54
每股净资产	10.95	11.53	12.85	15.00
估值比率				
P/E	46.65	62.30	14.73	9.53
P/B	2.02	1.92	1.72	1.48
EV/EBITDA	21.07	24.47	10.47	7.05

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>