

振江股份（603507）：新产能释放，新业务向好，风电钢结构件龙头乘风起航

2019年06月11日

推荐/首次

振江股份

深度报告

报告摘要：

全球新能源结构件制造业，业务稳定增长。公司专注风电和光伏重要零部件的研发和生产。2018年，公司实现营业收入9.8亿元，同比增加3.95%。2019年第一季度实现营业收入2.89亿元，较同期增长115.01%。公司客户基础优秀，包括Vestas、GE、西门子-歌美飒、Enercon等全球整机制造企业龙头。公司目前在手订单量充足，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。风光同步驱动，未来订单数量有望持续提升。

乘风起航，风机结构件龙头初具规模。国内风电标杆电价下调，2019年开始进入抢装潮，预计每年装机规模约为28-32GW，风电行业进入新的景气周期。全球方面，据GWEC预计到2023年，全球每年陆上和海上风电新增装机将超过55GW。在2023年之前，陆上风电市场每年的新增装机容量将超过50GW。海上风电市场在未来五年会有40GW的新增装机（每年约占新增风电总装机量的15%）。

“尚和海工”和“上海底特”将为公司发展带来新动力。公司借助既有业务基础，加快产业链延伸，通过收购尚和海工进入海上风电安装和运维行业，通过收购上海底特进入紧固件行业，优化产品布局，以培育新的利润增长点。公司预计上海底特2019年营业收入为2亿，并且以后平均增长率6%，尚和海工承诺2019-2021年实现归母扣非后净利润分别不低于1500万元、5000万元和5500万元。预计公司2019年营业收入将获得迅速增长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2019-2021年净利润分别为1.76、2.37、3.17亿元，对应EPS分别为1.37、1.85、2.48元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为14.85、11.04和8.03倍。看好新能源结构件龙头稳固，业绩进入上升快车道，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格不及预期，国内抢装不及预期，客户拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	942.66	979.93	1,655.31	2,157.68	2,639.12
增长率（%）	14.61%	3.95%	68.92%	30.35%	22.31%
净利润（百万元）	116.04	60.30	175.91	236.51	317.29
增长率（%）	-19.77%	-48.04%	191.74%	34.45%	34.15%
净资产收益率（%）	8.44%	4.33%	12.13%	16.34%	21.98%
每股收益（元）	1.17	0.48	1.37	1.85	2.48
PE	17.47	42.48	14.85	11.04	8.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

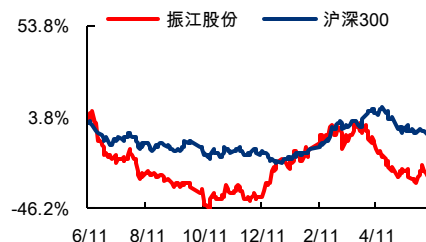
公司是国内专业从事新能源发电设备钢结构件的领先企业，生产工序完整，覆盖风电和光伏设备钢结构件设计开发、焊接、机加工和表面处理等生产全过程。公司主营业务为风电设备和光伏设备零部件的设计、加工与销售，主要产品包括机舱罩、转子房等风电设备产品，以及固定/可调式光伏支架、追踪式光伏支架等光伏设备产品。已经与Vestas、GE、西门子-歌美飒、Enercon、特变电工、阳光电源等全球领先风电和光伏企业建立了良好的合作关系。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间（元）	20.39-28.33
总市值（亿元）	26.12
流通市值（亿元）	16.39
总股本/流通A股（万股）	12808/8038
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.65

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李远山

010-66554024

liyish@dxxq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

目 录

1. 全球新能源结构件制造业，业务稳定增长	4
2. 乘风起航，风机结构件龙头初具规模	7
2.1 风电大发展，市场空间大	8
2.1.1 海外风电市场需求态势良好，新兴市场发展势头强劲	8
2.1.2 我国用电量保持高增长，风电占比提升空间巨大	10
2.1.3 成本下降促使装机规模不断提升，2021 年将达到平价	11
2.1.4 标杆电价下调预期引发行业抢装行情	12
2.1.5 配额制出台，保证消纳，海上风电进入高速发展期	14
2.2 核心竞争力：产品可靠，客户优质	17
2.3 募投项目开始释放业绩，助力公司高增长	18
3. 光伏行业回暖，未来市场空间较大	19
4. “尚和海工”和“上海底特”将为公司发展带来新动力	20
5. 估值及投资建议	22
6. 风险提示	23

表格目录

表 1:2019 年公司产品订单情况	6
表 2:各个国家风电装机规划	8
表 3:陆上风电上网标杆电价	13
表 4:全国主要省市海上风电发展规划	15
表 5:公司募投项目进展	18
表 6:光伏标杆电价调整	19
表 7:公司主营业务盈利预测（百万元）	22

插图目录

图 1:公司生产的风电设备产品	4
图 2:公司生产的光伏设备产品	4
图 3:公司营收总额持续增长	5
图 4:公司净利润和归母净利润情况	5
图 5:2018 年公司营收结构	6
图 6:主营业务毛利率情况	6
图 7: 公司近年毛利率和净利率下降趋势明显	6
图 8:美元兑人民币汇率走势	6
图 9:境外收入占比较大	7
图 10:全球风电近年来装机情况	8
图 11:全球风电新增装机容量预测	8

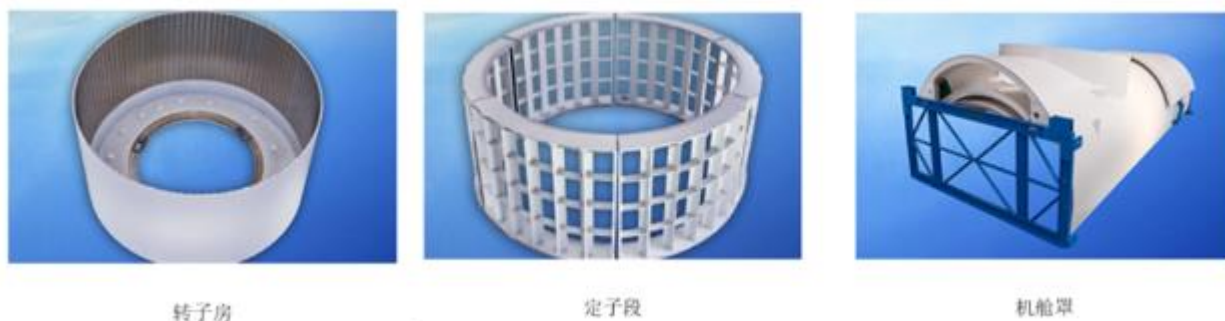
图 12:近年来全球海上风电装机情况.....	9
图 13:全球各地区风电新增装机占比预测.....	9
图 14:全球海上风电新增装机占比.....	9
图 15:全球海上风电市场占比.....	9
图 16:2018 年全球主要风电整机厂商市占率.....	10
图 17:2018 年我国发电结构.....	11
图 18:2030 年我国发电结构测算.....	11
图 19:国内用电量及同比增速.....	11
图 20:风电机组单位价格（元/kw）.....	11
图 21:近年来全国累计风电装机容量及增速.....	12
图 22:近年来全国新增装机容量及增速.....	12
图 23:分省份当前燃煤标杆单价和 2019、2020 年陆上风电指导价.....	13
图 24:全国弃风限电情况有所好转.....	14
图 25:国内海上风电装机迅猛发展.....	16
图 26:2020 年海上风电开工规模目标区域分布.....	16
图 27:全球光伏新增装机容量.....	19
图 28:全球光伏装机量预测.....	19
图 29:国内近年光伏新增装机情况.....	20
图 30:中国新增光伏装机量预测.....	20
图 31:上海底特营业收入预测.....	21
图 32:上海底特营收结构预测.....	21
图 33:国内运维市场规模预测.....	22

1. 全球新能源结构件制造业，业务稳定增长

江苏振江新能源装备股份有限公司成立于 2004 年 3 月，是集港口机械、风力发电配件、电解铝机械设备、工程机械钢结构件的设计、研发、生产和销售与一体的一家有限责任公司，是国内领先的风电设备和光伏设备零部件生产企业之一。公司于 2017 年 11 月在上交所沪股主板挂牌上市。

公司主营业务为风电设备、光伏设备零部件和紧固件的设计、加工与销售，主要产品包括机舱罩、转子房、定子段、制动环等风电设备产品，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。其中，风电设备产品涵盖机舱罩、转子房、定子段、制动环等系列产品其中，风电设备产品规格涵盖 2.3MW、3.6MW、4.0MW 机舱罩，3.0MW 和 6.0MW 转子房、定子段等系列产品；光伏设备产品涵盖固定/可调式光伏支架、追踪式光伏支架等；紧固件主要为汽车、铁路、工程机械、电子等行业提供具有防松性能的高品质紧固件。

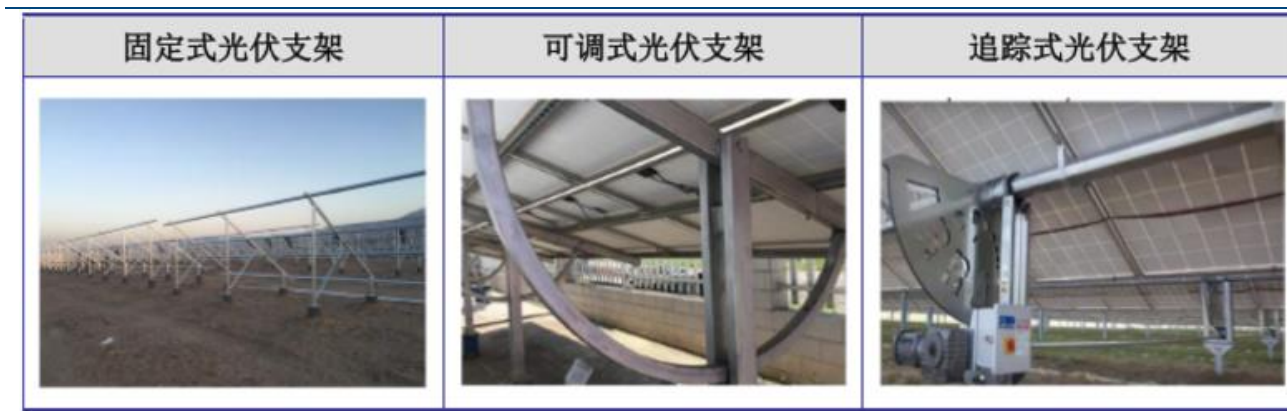
图 1:公司生产的风电设备产品



资料来源：公司招股说明书,东兴证券研究所

公司生产的机舱罩作为风力发电机的罩壳部分，用于承装、保护风力发电机内部设备，并防止雨水、沙尘、太阳紫外线等对风力发电机内部的损伤。公司生产的转子房是风力发电设备的核心部件之一，用于内置安装轴承和永磁片。定子段也是风力发电设备的核心部件之一，用于内置线圈包。公司的风电设备产品主要应用于在美国、欧洲和中国的陆上和海上风电设备。先后与西门子集团、通用电气等全球知名企业，以及上海电气等国内知名上市公司建立了良好的合作关系。基于优质存量客户，目前公司先后顺利通过森未安、Terex、Nordex、Enercon 供应商体系审核，并获得 Enercon 的小批量订单，部分客户已通过样件审核，客户渠道不断丰富。

图 2:公司生产的光伏设备产品

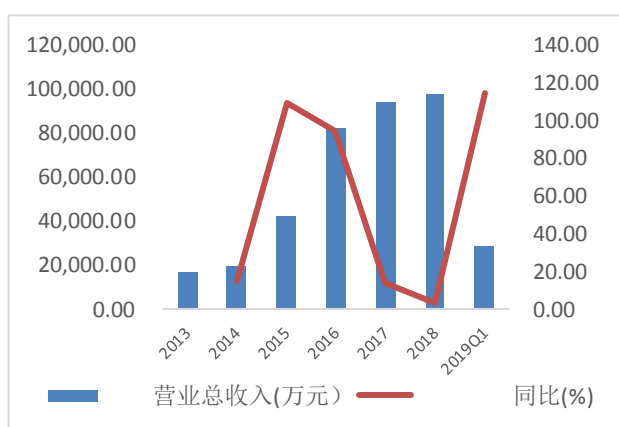


资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

公司光伏设备产品包括固定/可调式光伏支架、追踪式光伏支架等。其中, 固定/可调式光伏支架主要用于传统地面光伏发电系统, 追踪式光伏支架主要用于国外大型追踪式地面光伏发电系统, 是一种新型光伏支架产品。公司已经与美国光伏跟踪器生产厂商 ATI 及其供应商 Unimacts 等全球知名企业, 以及特变电工、阳光电源等国内知名上市公司建立了良好的合作关系。

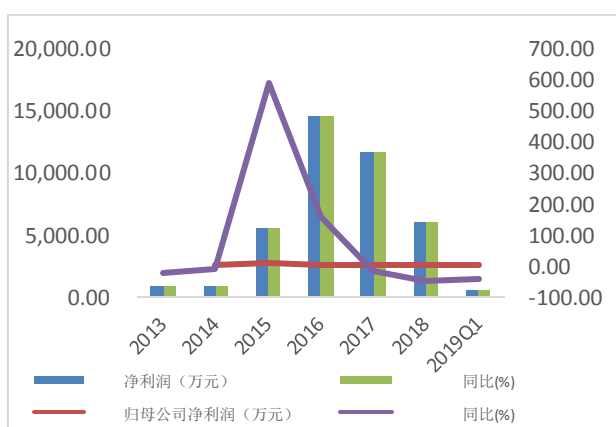
虽然近年来公司营业收入增速处于下降趋势, 但是增速依然为正, 营业收入总额稳步增长。2018 年由于客户西门子和歌美飒合并事件, 公司业绩有所下滑。自 2016 年以来公司净利润和归母净利润持续减少, 公司销售净利率和毛利率也呈现持续下降态势。公司 2018 年实现营业收入 97,993.47 万元, 较去年同期增加 3.95%, 归母净利润 6,029.90 万元, 较去年同期减少 48.04%。2019 年第一季度公司实现营业收入 2.89 亿元, 同比增长 115.01%。实现归母净利润 514 万元, 较去年同期下降 42.07%。公司归母净利润下降的原因是部分募投项目完成, 在建工程转固定资产增加; 大客户西门子产线不稳定, 订单多为小件, 利润较低; 原材料钢材价格上涨。

图 3: 公司营收总额持续增长



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4: 公司净利润和归母净利润情况

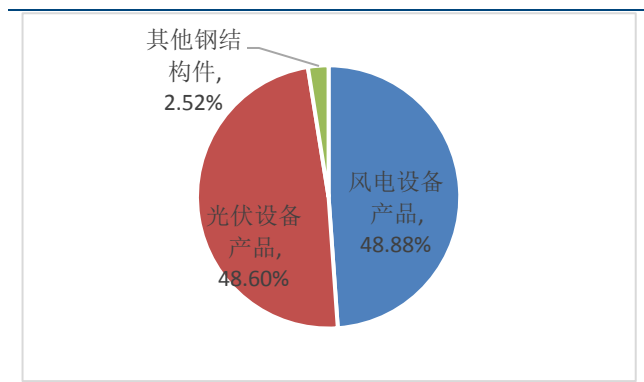


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司营业收入和利润主要来自风电设备产品和光伏设备产品, 两者合计占公司营业收入的 98%。2014 年到 2018 年公司主营业的综合毛利率一直在 25% 以上, 风电设备产品毛利率有所下降, 但基本维持存在 35% 以上, 光伏设备产品毛利率下降趋势明显, 其他钢结构件毛利率近两年上升迅速。光伏设备产品自 2015 年来毛利率下降的原因是一方面公司产品面向特变电工、阳光电源等知名光伏电站建造企业, 对公

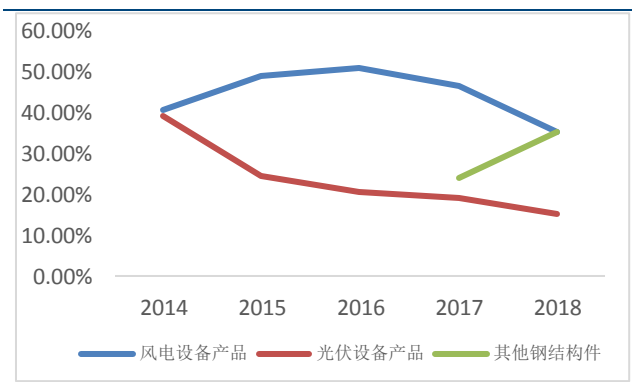
司采购规模较大, 议价能力较强, 对其销售的产品毛利率相对较低, 另一方面, 受制于土地、厂房制约, 公司部分工序选择外协或外购形式, 引致产品成本上升, 且毛利率水平下降。

图 5: 2018 年公司营收结构



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

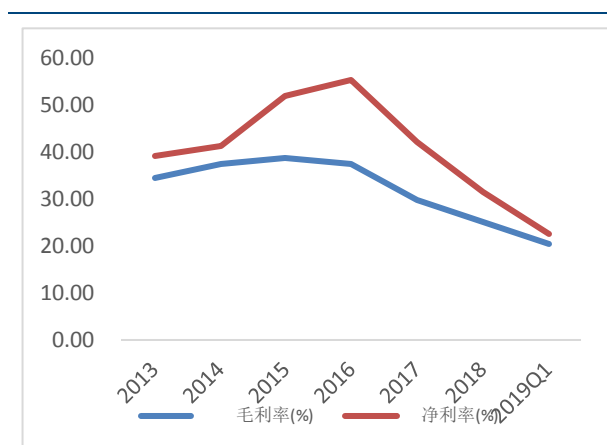
图 6: 主营业务毛利率情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

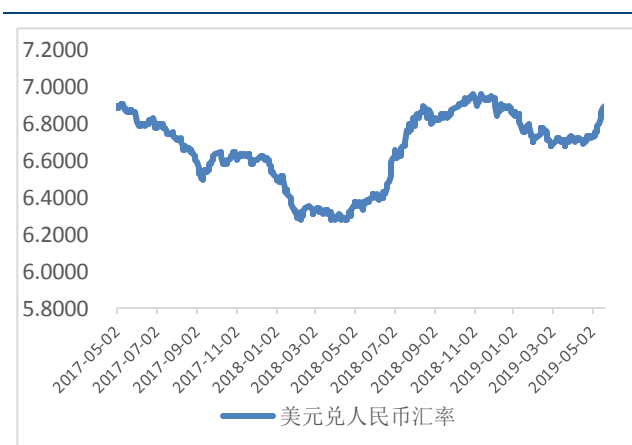
公司 2018 年毛利率下降的原因: 一方面由于供给侧改革和环保限产的影响, 公司采购原材料钢材价格一直处于较高态势, 股权激励导致的股份支付费用及收购的子公司人员工资增加最终使得产品营业成本提升, 另一方面是公司主要大客户产线不稳定, 小件订单居多, 使得利润较低。此外 2018 年总体人民币汇率较高, 人民币升值, 而公司境外收入比较大, 且多以美元结算, 最终也使得公司毛利率较低。

图 7: 公司近年毛利率和净利率下降趋势明显



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 8: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

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, 截止到 2018 年末, 公司风电设备在手订单约 5 亿元 (80%-90%是海上订单项目), 光伏设备在手订单约 0.8 亿元。未来随着风电和光伏行业景气度回升, 产品需求大, 公司具有良好的成长性。

表 1: 2019 年公司产品订单情况

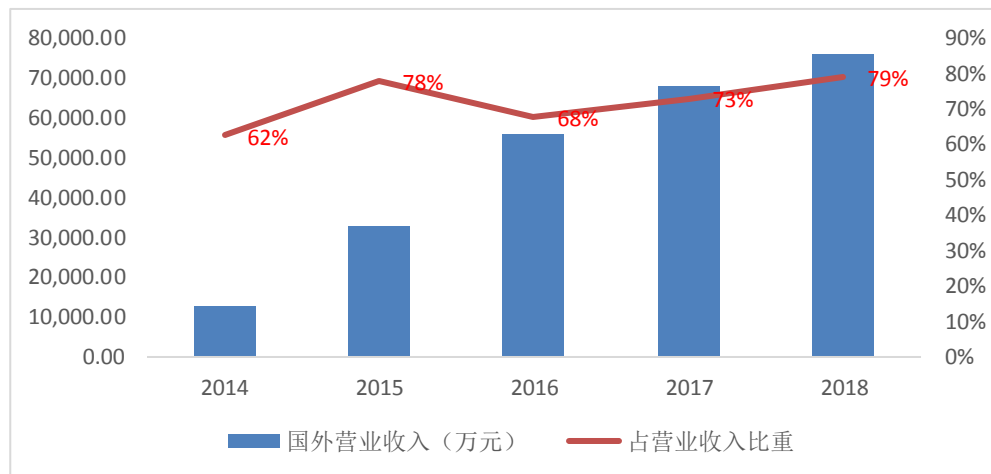
产品名称	订单数量
机舱罩	101 套

转子房	351 套
定子段	3047 件
光伏支架	350.5MW

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司出口业务量较大，2018 年公司海外业务营业收入一度达到公司总业务营收 79%。公司境外业务一直占据高位汇率波动对销售收入及外币资产影响较大。这也是国内中国风电零部件制造企业的普遍问题，目前公司正在努力开拓国内优质客户，国内客户需求的不断增长有望改善此收入结构，使国内外收入相对均衡。

图 9:境外收入占比较大



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. 乘风起航，风机结构件龙头初具规模

公司处于风电行业中风电机组零部件的供应环节，主要根据下游风电整机制造商客户的订单进行产品研发、生产和销售，其经营情况受下游整机行业以及风力发电行业的发展情况影响。从风电行业层面来看，国内风电市场有望步入新的景气周期，海外市场也有望持续稳步增长，风电行业景气向上，为风机整机及零部件提供了持续增长的市场需求。

另外，公司风电产品作为风电整机的关键零部件之一，已经进入了全球采购市场，全球制造业向中国转移以及跨国公司的全球采购战略为中国风电零部件制造行业提供了良好的发展机遇。因为欧美发达国家制造成本和人力成本比较高；拉美、非洲等国家虽然人工成本低，但是规模、技术和工艺水平较低，不能满足钢结构件的机加工和精加工；而中国拥有成本、技术及工艺等高性价比的制造优势，产能未来也会向生产成本更低的三四线城市迁移，能够消化国内生产成本上升的不利影响。

因此国内钢结构零配件具有全球竞争优势，以金雷股份、振江股份、天顺风能、日月股份等公司为代表的一批风电零部件制造企业在技术创新能力、质量稳定、及时供货和成本控制能力方面已经获得西门子、

GE、维斯塔斯等全球整机龙头企业的认可，进入跨国企业的全球供应链，所以未来全球风电零部件行业将不断向中国集中，中国的风电关键零部件的全球出口趋势不断增强。

2.1 风电大发展，市场空间大

2.1.1 海外风电市场需求态势良好，新兴市场发展势头强劲

世界能源短缺和环境保护形势严峻，正处于能源结构的转型期，所以发展可再生能源是大势所趋。风能作为一种清洁、绿色的可再生能源，与传统能源相比，分布广、储量大、成本稳定，且不存在碳排放等环境成本，同时也是能源领域中技术最成熟、最具规模开发条件和商业化发展前景的发电方式之一。世界主要国家和地区都已经将发展风能等可再生能源作为应对新世纪能源和气候变化双重挑战的重要手段。

为加快全球能源体系向可再生能源转型，众多国家和地区均在加快风电部署的速度，欧洲和北美市场有望稳步增长，印度和拉美等新兴地区风电发展空间依然较大。整体来看，全球风电装机需求呈向好趋势，风机总装机容量的快速增长将会带动风电设备及零部件行业的迅速发展。

表 2:各个国家风电装机规划

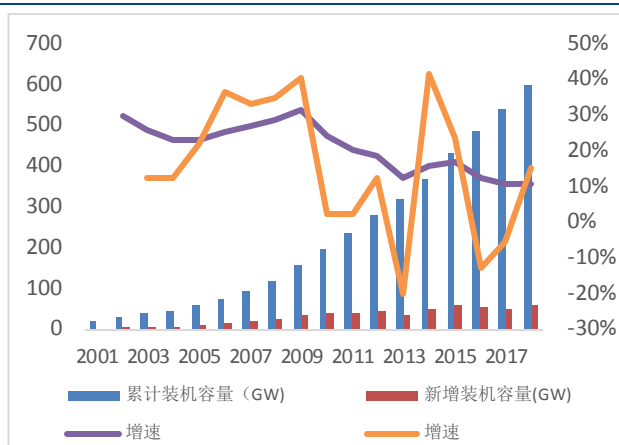
国家	风电装机规划
美国	EIA 预计 2019 年将有约 11GW 新增装机；2020 年还将增加 8GW 的风力发电装机。美国风力发电总量的比例预计将从 2018 年的 7% 增加到 2020 年的 9%。
丹麦	2030 年风电占总发电量的 50%
德国	2020 年风力发电至少占总发电量的 20%
印度	2022 年实现海上风电装机容量 5GW，到 2030 年将达到 30GW
欧盟	目前制定的 2020 年国家规划指出，未来 10 年，风力发电将占到欧盟发电总量的 14%。
哥伦比亚	设立 2020 年可再生能源装机达到 1.5GW 的目标
非洲和中东地区	GWEC 预测未来五年新增装机有望超过 6 吉瓦。

资料来源：北极星电力网，东兴证券研究所

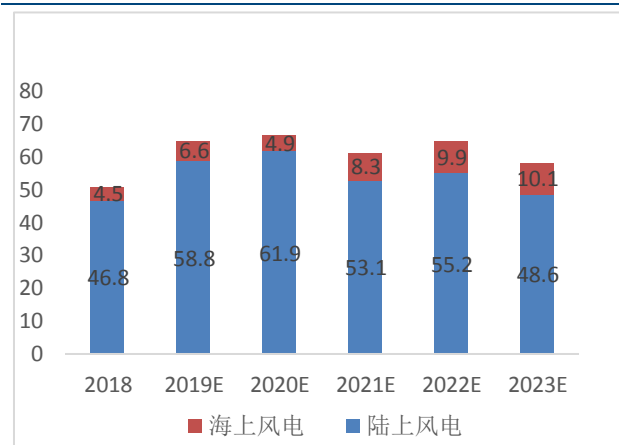
全球市场需求呈良好态势。根据全球风能理事会（GWEC）统计数据，2001 年至 2018 年全球风电累计装机容量持续增长，从 23.9GW 到 600GW，年复合增长率达 19.6%，所发电量占全球电力需求的 6%；未来五年全球风电新增装机将超过 300GW。预计到 2021 年，全球风电累计装机量将达到 817.00GW，2016-2021 年的年复合增长率达 10.91%。全球风能理事会预测 2019~2023 年，世界每年新增的风电装机（包括陆上风电和海上风电）超过 55GW。所以全球风电装机量的稳步增长及风电行业的持续向上发展将为风电零部件制造企业的发展提供更广阔的市场需求和增长空间。

图 10:全球风电近年来装机情况

图 11:全球风电新增装机容量预测



资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

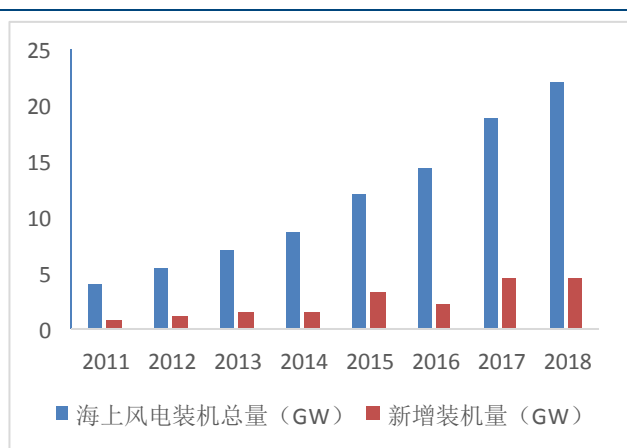


资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

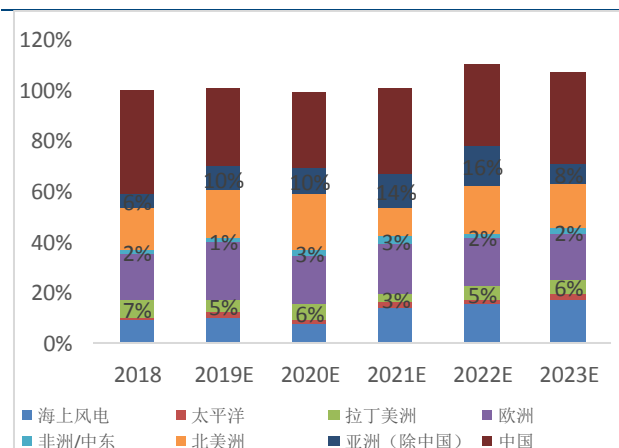
亚洲、欧洲和北美的成熟市场未来新增装机将继续保持稳定, 增长预计将主要来自非洲和中东地区、拉丁美洲和东南亚风能市场的发展。

图 12: 近年来全球海上风电装机情况

图 13: 全球各地区风电新增装机占比预测



资料来源: GWEC, 东兴证券研究所



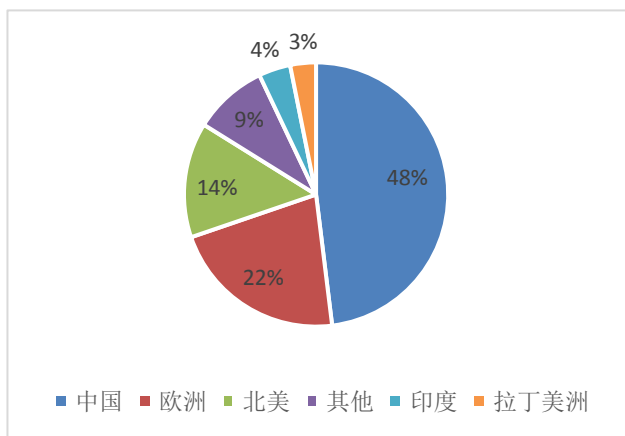
资料来源: GWEC, 东兴证券研究所

根据 NREL 统计, 目前全球风电资源预计约 6.15 亿 GWh, 其中可开发风电资源预计约 5.6 亿 GWh, 海上风电资源预计约有 3.15 亿 GWh 左右, 占比达到 56.25%。2018 年全球海上风电市场发展稳健, 全球海上风电累计装机规模已经达到 23GW, 占全球总装机规模的 4%, 新增装机容量为 4.5GW, 占 2018 年风电新增装机量的 8%, 与 2017 年的新增装机规模变化不大。根据全球风能理事会预测, 到 2025 年, 海上风电可以占到全球总装机的 10%, 总装机量达到 100GW。

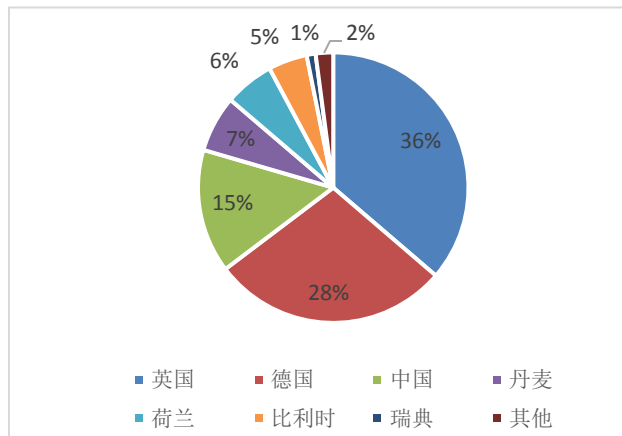
从全球海上风电的发展来看, 欧洲的海上风电技术领先, 经验成熟, 在海上风电领域一直占据主导地位。英国海上风电市场份额全球第一, 德国市场份额排第二位。截至 2018 年底, 欧洲海上风电新增装机容量为 2.6GW, 累计装机容量 18500MW, 市场份额占到全球的 80%左右。海上风电虽然仅占年度市场的 8% 的份额, 以及累计装机容量 4% 的份额, 但其正在迅猛发展, 尤其是中国、拉美等新兴地区增长强劲。

图 14: 全球海上风电新增装机占比

图 15: 全球海上风电市场占比



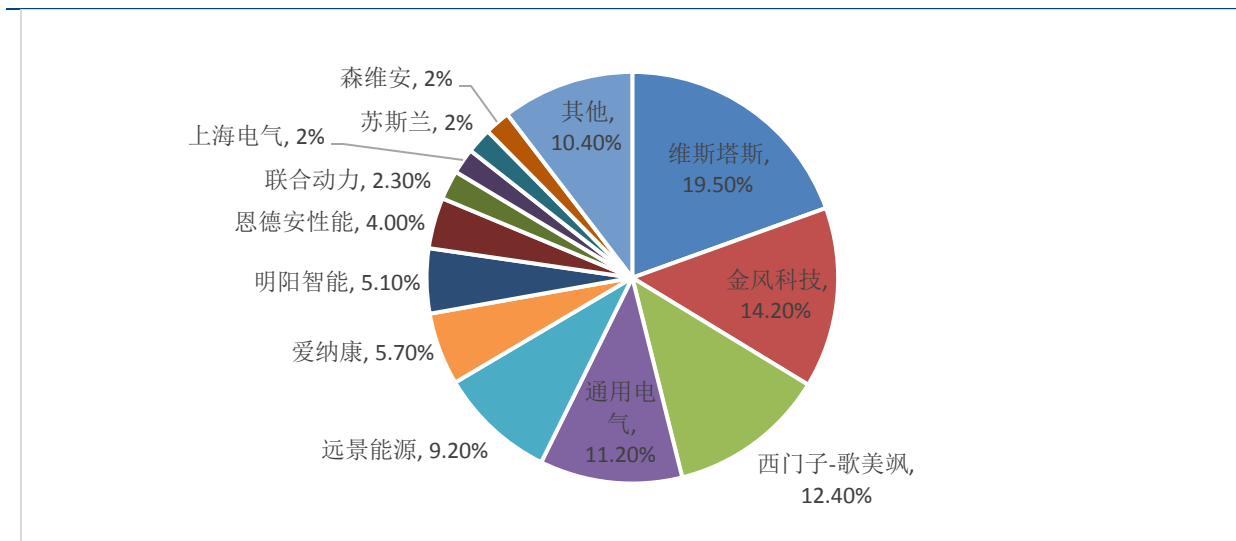
资料来源：GWEC，东兴证券研究所



资料来源：WWEA，东兴证券研究所

2018 年全球风电产业链集中度进一步提升。其中，前四大整机制造商 Vestas(丹麦)，金风科技，GE(美国)，西门子-歌美飒(西班牙)，通用电气(美国)分别以 19.5%、14.2%、12.4%与 11.2%的市场份额囊括全球 57%的新增陆上风电市场。

图 16:2018 年全球主要风电整机厂商市占率



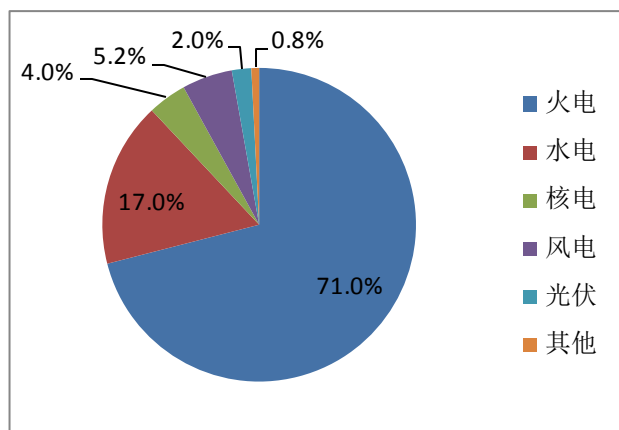
资料来源：WoodMackenzie，东兴证券研究所

因此从全球风电装机需求的角度看，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成为公司的合作客户并正在积极进行国内外优质客户的开发，同时向大兆瓦发展的目标也符合海上风电迅猛发展的需要，市场需求将持续向好。

2.1.2 我国用电量保持高增长，风电占比提升空间巨大

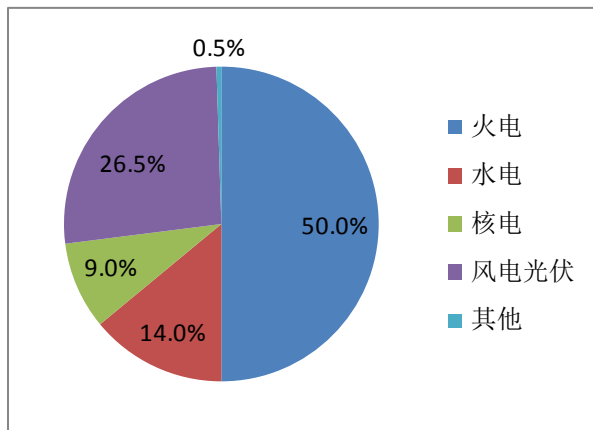
2018 年我国用电量 6.8 万亿千瓦时，增速为 8.5%，显著超过“十三五”目标，未来我国用电需求有望保持较高增长，2018 年 9 月 21 日，在“能源转型”高端论坛暨国际标准创新基地授牌仪式上，中国工程院院士、华北电力大学原校长刘吉臻表示，综合各机构的数据，预计 2030 年全社会用电量将达 10 万亿千瓦时，其中火电占比 50%、水电 14%、核电 9%、风电光伏占比将达到 26%。

图 17:2018 年我国发电结构



资料来源: 国家能源局, 东兴证券研究所

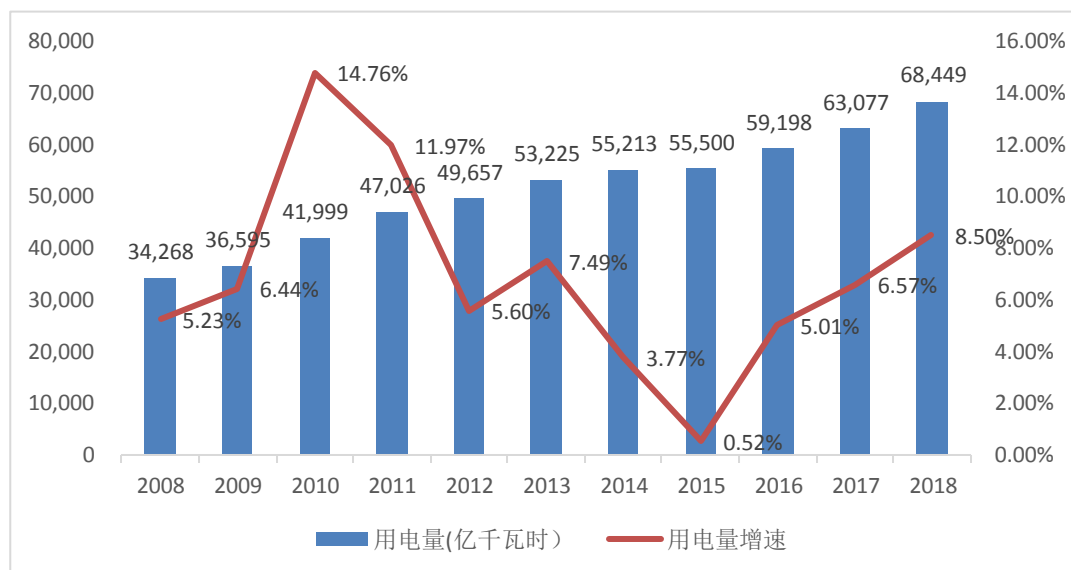
图 18:2030 年我国发电结构测算



资料来源: 北极星电力网, 东兴证券研究所

十三五期间我国用电量增速超出规划预期。我国用电量增速 2015 年后触底反弹, 于 2016 年恢复至 5% 并不断创新高, 2018 年国内用电量增速进一步提升至 8.5%, 显著超过“十三五”电力工业发展目标中全社会用电量增速达到 3.6%-4.8% 的目标 (即 2020 年全国用电量达到 70138-72603 亿千瓦时)。

图 19:国内用电量及同比增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.1.3 成本下降促使装机规模不断提升, 2021 年将达到平价

在技术创新、规模效应的双重促进下, 过去近 20 年, 风电机组单位 kW 价格下降至 3550 元/kW, 下降幅度为 70%; 风电场造价下降至 7160 元/kW, 降幅为 50%。而发电性能和可靠性得到了进一步提高。

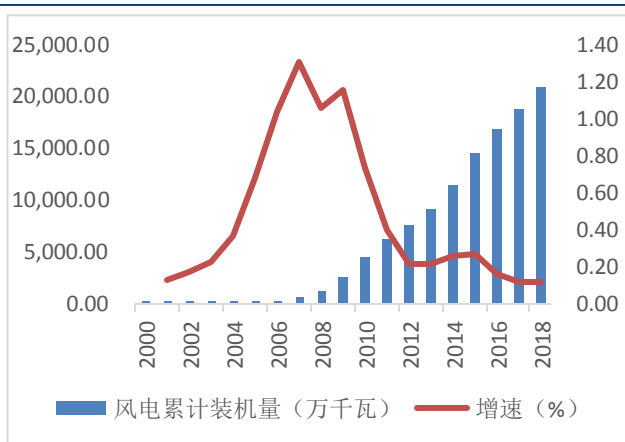
图 20:风电机组单位价格 (元/kw)



资料来源：能源杂志，东兴证券研究所

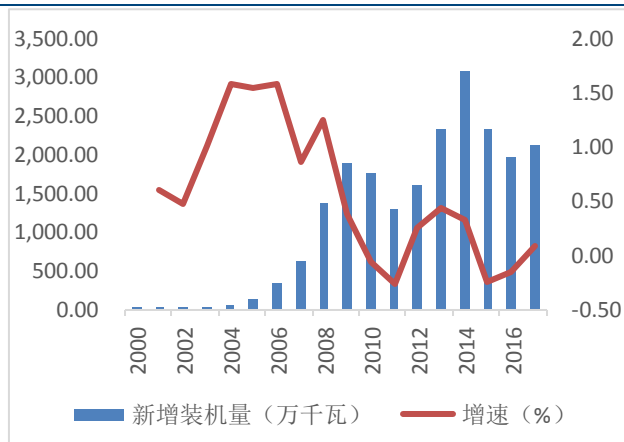
风电机组成本不断下降，也促使装机规模大幅增长。2018 年底我国风电累计装机容量达到 209.5GW，较 2000 年增长了超过 600 倍。

图 21: 近年来全国累计风电装机容量及增速



资料来源：CWEA，东兴证券研究所

图 22: 近年来全国新增装机容量及增速



资料来源：CWEA，东兴证券研究所

2.1.4 标杆电价下调预期引发行业抢装行情

新能源行业正在转入产业转变的关键时期，上网电价调整、补贴退坡、规模管理政策变更加快风电件黑色建设进程。2016 年 12 月 26 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，通知规定 2018 年 1 月 1 日之后，I 类至 IV 类资源区新核准建设陆上风电标杆上网电价分别调整为每千瓦时 0.44 元、0.47 元、0.41 元、0.58 元，比 2016 年发布上网电价每千瓦时降低 0.03 元、0.03 元、0.13 元、0.02 元。根据目前国家发布的风电标杆电价调整模式，2018 年 1 月 1 日以后核准并纳入财政补贴年度规模管理的陆上风电项目执行 2018 年的标杆上网电价。2 年核准期内未开工建设的项目不得执行该核准期对应的标杆电价；2018 年以前核准并纳入以前年份财政补贴规模管理的陆上风电项目但于 2019 年底以前仍未开工建设的，执行 2018 年标杆上网电价；2018 年以前核准但纳入 2018 年 1 月 1 日之后财政补贴年度规模管理的陆上风电项目，执行 2018 年标杆上网电价。

也就是说，如果 2018 年前已经核准项目在 2020 年底以前开工，仍将执行原来的较高标杆电价，否则将执行新的标杆电价政策，已核准未开工风电项目面临抢装有望加速。

图 23:分省份当前燃煤标杆单价和 2019、2020 年陆上风电指导价


资料来源: 中国能源报, 东兴证券研究所

5 月 24 日, 国家发展改革委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》指出, 2019 年陆上风电指导价标准为每千瓦时 0.34、0.39、0.43、0.52 元。2020 年为每千瓦时 0.29、0.34、0.38、0.47 元, 指导价低于当地燃煤标杆电价 (含脱硫、脱硝、除尘) 的地区, 以燃煤标杆电价作为指导价。2020 年新增核准陆上风电项目实现全面平价上网, 国家不再补贴。将标杆电价改为指导价, 上网电价进一步下调, 以适应电力市场化改革要求和体现全面实施竞争配置的政策导向, 同时体现了市场化方向。从行业需求来看, 2019 年底有 80GW-100GW 的核准项目存量未建, 受调价预期影响, 将使得风电运营商存在保收益的强烈预期, 既要抓紧减少已核准未建设项目的存量, 又要加快风电新增装机的建设速度, 预计风电行业将 2019 年和 2020 年迎来“抢装”热潮。

表 3:陆上风电上网标杆电价

资源区	2018 年新建陆上风电标杆上网电价	2019 年新建陆上风电上网指导价	各资源区所包括的地区
I 类资源区	0.44	0.34	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区; 新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类资源区	0.47	0.39	河北省张家口市、承德市; 内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市; 甘肃省嘉峪关市、酒泉市; 云南省
III 类资源区	0.41	0.43	吉林省白城市、松原市; 黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市, 大兴安岭地区; 甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区; 新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区; 宁夏回族自治区
IV 类资源区	0.58	0.52	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

资料来源: 发改委, 能源局, 东兴证券研究所

补贴退坡, 平价上网大门开启。国家发改委和能源局联合发布《关于公布 2019 年第一批风电、光伏发电平价上网项目的通知》, 共 16 个省 (自治区、直辖市) 报送了 2019 年第一批风电、光伏平价上网项目。

目名单, 总装机规模 20.76GW, 其中风电 4.51GW, 光伏 14.78GW, 分布式交易试点 1.47GW。该份首批名单, 宣布了中国可再生能源依靠补贴时代的落幕, 平价上网时代的到来。

2019 年国家能源局发布《2019 年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知(征求意见稿)》提出风电统一竞争配置及补贴项目开工时限, 梳理海上风电核准。对于 2018 年已核准海上风电项目, 必须在 2021 年底之前建成并网, 才可以确保 0.85 元/千瓦时高额电价补贴。还明确指出 2019 年度已经核准的陆上风电项目两年内未投产并网的, 需按照并网年份标杆价格上限重新参与市场竞价。2019 年度新增集中式陆上风电和海上风电项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价, 各项目申报的上网电价不得高于国家规定的同类资源区标杆上网电价。

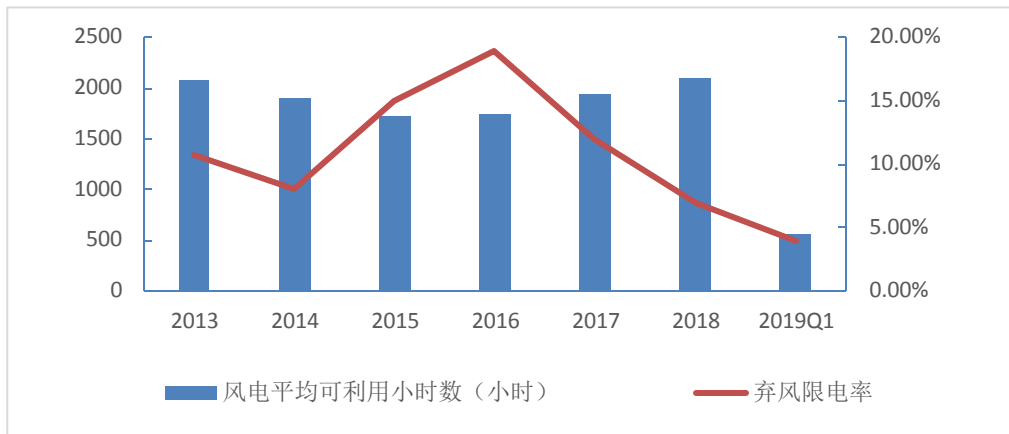
2019 年 5 月 24 日, 国家发展改革委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》, 明确了 2019-2020 年陆上风电和海上风电新核准项目的电价政策, 以及之前核准项目所适用的电价。明确将陆上风电标杆上网电价改为指导价; 新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定, 不得高于项目所在资源区指导价; 小幅度下调海上风电价格; 分散式风电上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成, 不享受国家补贴。可以看出, 2021 年新核准陆上风电项目将全面实现平价上网、风火同价, 国家不再补贴。这说明留给风电企业慢慢向平价上网过渡的时间已经不多, 国家对于风电项目的去补贴计划正在陆续实施, 平价的大门已经开启。这将使得新增装机空间进一步被打开, 行业景气度回升。

2.1.5 配额制出台, 保证消纳, 海上风电进入高速发展期

可再生能源配额制或将解决消纳, 推动全国理性装机。2019 年 5 月 15 日, 国家发改委、国家能源局联合印发《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》, 提出建立健全可再生能源电力消纳保障机制, 确定各区域 2019 年和 2020 年可再生能源消纳责任权重, 促使各省级区域优先消纳可再生能源, 同时促使市场主体公平承担消纳可再生能源电力责任, 提出替代方式包括超额消纳量自主转让和自愿认购绿证。目前, 受系统调峰能力不足、市场机制不健全等因素影响, 我国可再生能源还存在比较突出的限电问题。电力配额制有助于解决全国范围内的限电问题, 保障新能源电力全面上网消纳。电力配额制有助于进一步缓解全国范围内的限电问题, 保障新能源电力全面上网消纳。实现平价上网后, 风电装机规模将不再受补贴量的限制, 转而主要受消纳能力的限制。因此短期来看, 配额制的落地有利于保障存量风电项目收益; 长期来看, 消纳政策将为平价后风电的商业模式奠定基础, 以确保 2020 年补贴退出以后, 市场还能有相应的政策保障风电行业进入下一阶段的持续发展, 未来有望推动理性装机增长。

国内弃风限电改善的趋势明显, 扩大装机范围。根据国家能源局公布的数据, 2018 年风电发电 3660 亿千瓦时, 占全部发电量的 5.2%, 比 2017 年提高 0.4 个百分点。2018 年全国风电平均利用小时数 2095 小时, 同比增加 147 小时; 全年弃风电量 277 亿千瓦时, 同比减少 142 亿千瓦时, 平均弃风率 7%, 同比下降 5 个百分点。2019 年第一季度, 全国风电发电量 1041 亿千瓦时, 同比增长 6.3%; 全国风电平均利用小时数 556 小时。一季度, 全国平均弃风率 4%, 同比下降 4.5 个百分点。2018 年以来全国弃风电量和弃风率持续“双降”, 为装机打开了空间。

图 24: 全国弃风限电情况有所好转



资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

三北地区除新疆和甘肃仍处于红色预警区域，吉林于 2019 年已解除红色预警，目前“红三省”已经变为“红二省”，将促进部分此前推迟的已核准项目及新增项目的建设，贡献行业增量。随着低风速风电技术的逐渐成熟，风电新增装机逐渐向中东部和南部低风速区域转移，如果延续当前的低风速风电开发的良好发展势头，预计今年国内风电市场有望步入新景气周期。在弃风限电持续改善、风场发电利用小时数提高的背景下，国内风电行业复苏持续。

然而，弃风限电的根本原因在于系统调峰能力不足。由于新能源地区分布和需求不均衡，依赖于特高压输电线路的建设，运输成本大，成为制约新能源消纳的刚性约束。海上风电则相比陆上风电具有较大优势，风力平稳、风机利用率高、单机装机容量大、不占地不扰民，平均利用小时数远大于陆上风电，并且一般海上风场的位置距离陆地 100-200 公里，便于就近消纳。此外，海上风电主要集中在东部沿海地区，有望能满足东部地区行业增量需求。

我国海上风电资源丰富，海上可开发和利用的风能储量为 7.5 亿千瓦，是陆上风能资源量的三倍，开发前景广阔。近年来，我国海上风电装机容量呈递增趋势，2018 年，我国海上风电累计装机 4.49GW，累计并网装机容量达到 3200MW，位居世界第三位，占比 19.5%。根据《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底，我国海上风电并网装机容量将达到 500 万千瓦以上，开工容量超过 1000 万千瓦，重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设。我国海上风电的发展离不开政策支持，国家和各省市已经出台了多个关于海上风电行业的规划文件，海上风电的重视程度大幅度提高，因而我国海上风电不断取得突破性进展。2017-2018 年，我国核准海上风电项目 18 个，总计 5367MW；开工项目 14 个，总计 3985MW。其中，2017 年开工项目达到 2385MW，超过我国现有海上风电装机规模；受竞价政策影响，广东省仅在 2018 年 12 月一个月就核准了 2700 万千瓦的海上风电项目，且多以 6MW、8MW 的大兆瓦机型为主。截至目前，全国已完成核准的海上风电总量累计 54GW，而已吊装总量仅为 4.44GW，核准可供建设规模近 50GW，发展潜力巨大，未来发展速度有望进一步加快。

表 4:全国主要省市海上风电发展规划

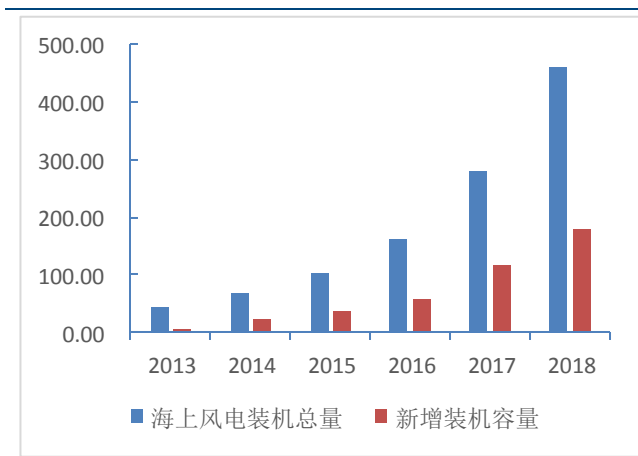
主要省市	文件名称	主要内容
------	------	------

国家	《风电发展“十三五”规划》	重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设, 到 2020 年四省海上风电开工建设规模均达到百万千瓦以上; 积极推动天津、河北、上海、海南等省(市)的海上风电建设; 探索性推进辽宁、山东、广西等省(区)的海上风电项目。到 2020 年, 全国海上风电开工建设规模达到 1000 万千瓦, 力争累计并网容量达到 500 万千瓦以上。
广东省	《广东省海上风电发展规划 (2017—2030 年) (修编)》	到 2020 年底, 广东省将开工建设海上风电 1200 万千瓦以上, 其中建成投产 200 万千瓦以上; 到 2030 年底前建成海上风电约 3000 万千瓦。
山东省	《山东省电力发展“十三五”规划》	到 2020 年, 建成风电装机 1400 万千瓦。规划鲁北、莱州湾、渤中、长岛、半岛北、本岛南等六个百万千瓦级海上风电场, 总装机规模 1275 万千瓦。
江苏省	《江苏省“十三五”能源发展规划》	到 2020 年海上风电累计并网 350 万千瓦, 保持全国领先水平。
海南省	《海南省能源发展“十三五”规划》	积极推进海上风电发展, 至 2020 年, 争取投产东方近海风电装机共 35 万千瓦。
福建省	《福建省“十三五”能源发展专项规划》	2020 年建成海上风电 200 万千瓦以上, 2030 年 300 万千瓦以上。
浙江省	《浙江省电力发展“十三五”规划》	重点发展海上风电, “十三五”期间新增风电 300 万千瓦左右。

资料来源: 国家能源局, 政府网站, 东兴证券研究所

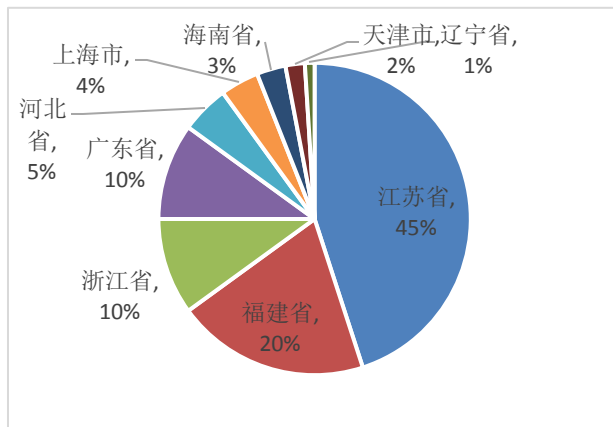
随着海上风场建设及规划规模的不断扩大, 各主要风电机组制造厂都积极投入到了大功率海上风电机组的研制工作中。大功率风电机组的普及, 将使得配套的核心零部件向大兆瓦趋势明显, 为中游零部件制造业带来增长机会。

图 25: 国内海上风电装机迅猛发展



资料来源: CWE, 东兴证券研究所

图 26: 2020 年海上风电开工规模目标区域分布



资料来源: 国家能源局, 东兴证券研究所

2.2 核心竞争力: 产品可靠, 客户优质

风电设备制造行业存在较高的技术工艺壁垒、整机厂商认证壁垒、资金壁垒和专业生产经验壁垒, 目前公司已经掌握了高品质、大兆瓦海上风电机组罩、转子房制造技术, 具有较强的自主创新能力, 能根据不断变化的市场和客户的特种需求, 快速开发出高性能、能满足客户独特需求的新产品, 已经逐渐成为新能源钢结构件制造企业的龙头。

公司生产的机舱罩、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质量优良, 产品受到诸多国内外风电整机和光伏企业认证, 在同行业中享有较高的品牌美誉度。公司高度重视产品质量, 通过全流程的质量控制措施保证产品出货质量, 完整的质量控制体系保证产品的专业化生产和质量稳定, 能够大批量的为客户提供高质量产品。公司目前已通过 GB/T09001-2008 质量管理体系、ISO14001-2004 环境管理体系和 GB/T28001-2011/OHSAS 18001: 2007 职业健康安全管理体系认证、并通过欧盟焊接质量管理体系 EN1090 和国际焊接质量管理体系 ISO3834 的认证, 拥有钢结构制造、机加工、焊接、涂装等方面的各类高级专业人才。通过与西门子集团、通用电气等国际知名企业的合作, 进一步提高质量控制标准, 使得产品生产精度维持在较高精级水平, 同时建立了完善的产品质量检测体系。迄今为止, 公司未因产品质量问题发生重大纠纷。

公司国内外客户在风电整机行业的排名是关系到公司未来销售持续增长的关键因素, 伴随客户未来在全球及国内市场份额的不断增长, 公司将获得持续稳定的订单。公司客户结构非常优秀, 全球前十大风电整机制造商中, 公司拥有 1 半左右客户。根据彭博新能源财经, 2018 年全球前四大整机制造商 Vestas(丹麦), 金风科技, GE(美国), Siemens Gamesa(西班牙)囊括全球 57% 的新增陆上风电市场, 风电整机制造行业集中度比较高。而全球前 4 大公司中, Siemens Gamesa、GE 均是公司客户。国内也与上海电气等建立了良好的合作关系, 成为其海上风机配套厂商, 为公司后续风电领域的持续发展进一步打下客户基础、拓宽市场范围。

2018 年先后顺利通过 Senvion、Terex、Nordex、Enercon 供应商体系审核, 部分客户已通过样件审核, 进一步丰富了客户渠道, 扩大了市场影响力。2019 年, 公司通过风电行业国际知名企业 ENERCON 供应商资格认证并取得小批量订单, 预期随着公司产能的提升订单量获得能力也会随之增强。公司目前积极推进与金风科技、Vestas、Nextra 等新客户、新产品的认证开发工作, 不断丰富客户渠道。

然而, 公司大客户依赖度比较高, 2014 年至 2017 年对主要客户西门子集团的销售占比分别为 61.19%、54.06%、47.54%、38.77%, 客户集中度较高。2018 年公司前五名客户销售额 85,367.52 万元, 占年度销售总额的 87.12%。目前公司逐渐丰富客户结构, 多家大客户的开发可以降低公司对大客户集中依赖度比较高的风险, 有能力及时应对客户份额的变化。公司通过与这些知名客户建立合作关系, 提高了公司在新能源发电设备钢结构件领域的知名度, 降低了公司新客户、新产品的市场开拓难度, 稳定、优质的客户群支撑了业务的较快增长。公司作为全球风电整机龙头的核心供应商, 有望从龙头装机看涨的前景中获益。

对于光伏行业, 公司也与 ATI 等全球知名企业, 以及特变电工、阳光电源等国内知名上市公司建立了良好的合作关系。光伏行业的良好前景也使得公司未来收益可期。

所以, 公司凭借严格的质量控制、精确地生产工艺、持续的技术开发和有效的经营管理, 成为西门子集团、通用电气等全球风电巨头合格供应商。相较于发达国家, 公司产品在保证质量的同时形成较强的成本控制优势。高质量的产品以及优质的客户资源为公司带来稳定的回报。

2.3 募投项目开始释放业绩，助力公司高增长

随着全球风电尤其是海上风电行业的蓬勃发展，风电设备的市场需求呈现良好的发展态势。为获得更多的订单、扩大产能，优化产品结构，提高生产效率，振江股份于 2017 年公开发行股票募集资金，着重提升公司风电产品的开发生产能力。

截至 2019 年 3 月 26 日，公司首发募投项目 3.0MW 风电转子房生产建设项目和 3.0MW、6.0MW 风电定子段生产建设项目已基本完工，机器设备已基本调试完成，为公司新增 950 套 3.0MW 风电转子房生产能力和新增年产 2,500 套 6.0MW 风电定子分段、5,000 套 3.0MW 风电定子分段的生产能力。风电转子房、风电定子段产能将在今年得到陆续释放。募投项目产能的释放进一步提高了公司的生产加工能力、自动化水平和产品质量，为公司适应新形势的发展提供了有力的保障。

由于下游客户产品开发进度及产品需求发生变化，风塔项目面临短期推进缓慢的风险，2018 年 9 月 29 日，公司终止实施风塔生产建设项目，将该项目剩余募集资金投入新增项目—自动化涂装生产线建设项目。自动化涂装生产线建设项目总投资为 11,977.5 万元，项目建设周期计划为 1 年。本项目通过购置涂装自动流水线、喷砂及涂装机器人、自动传输等设备，生产自动化程度得到提高。项目实施完成后，将有助于完善企业涂装配套能力，提升公司产品整体质量及竞争能力，促进风电及光伏新能源装备制造产业的发展。

表 5:公司募投项目进展

项目名称	投资金额（万元）	已投入资金使用总额（万元）	完成情况
3.0MW 风电转子房生产建设项目	16967.70	8333.40	已完成
3.0MW、6.0MW 风电定子段生产建设项目	13148.22	4344.00	已完成
6.0MW 风电转子房生产建设项目	27737.34	11816.82	进展中
风塔生产建设项目	12150.42	3983.71	2018 年 9 月 29 日，公司终止实施风塔生产建设项目，将该项目剩余募集资金投入新增项目—自动化涂装生产线建设项目
自动化涂装生产线建设项目	8307.55	-	进展中
补充流动资金	12000.00	3464.94	进展中

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

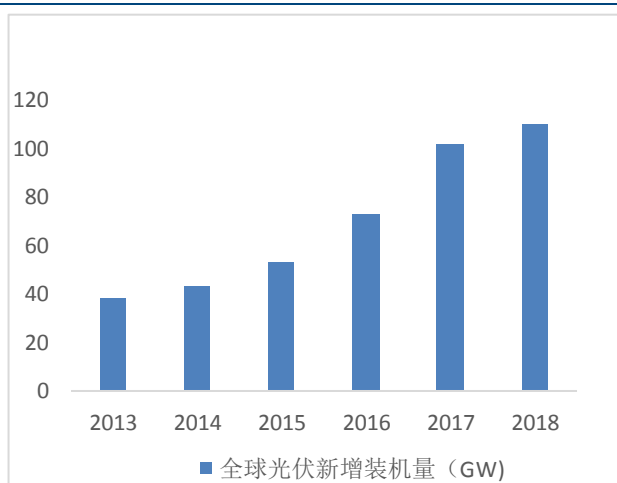
募投项目产能的陆续释放，将从整体上扩大公司产能，系统性扩大公司生产经营规模，丰富产品结构，

进一步满足市场对风电设备零部件的巨大需求, 预计在产品市场空间巨大且保持持续增长的良好态势下, 公司新增产能将被市场充分消化, 公司业绩有望实现迅猛式增长。

3. 光伏行业回暖, 未来市场空间较大

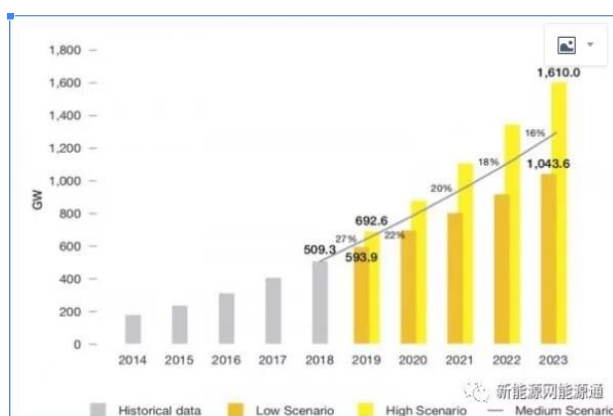
2018 年全球光伏市场增长放缓, 共有 102.6GW 的光伏装机并网, 相比 2017 年的 98.5GW, 增长幅度仅 4%。这是由于中国市场装机下滑, 印度、日本等其他领先的光伏市场也出现萎缩。基于中国光伏市场的回暖和许多新兴市场的崛起, SolarPower Europe 预计 2019 年新增装机将增长 25%, 达到 128GW。到 2022 年, 全球光伏累计装机将达到 TW 级水平。

图 27:全球光伏新增装机容量



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 28:全球光伏装机量预测



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

受去年“531 新政”的影响, 2018 年国内光伏市场需求一度低迷。2019 年以来, 国内光伏政策体系逐步确定, 政策对光伏企业表现良好。继 2019 年 4 月 10 日《关于推进风电、光伏发电无补贴平价上网项目建设的方案(征求意见稿)》发布之后, 4 月 12 日国家能源局开始对《关于 2019 年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知》征求意见, 基本确认了今年光伏电站补贴项目竞价配置的模式, 随后 4 月 30 日国家发改委公布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》, 确定 2019 年 I-III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别为含税 0.40 元/kWh、0.45 元/kWh、0.55 元/kWh; 户用光伏度电补贴为 0.18 元/kWh。5 月 30 日, 国家能源局正式下发《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》, 以及《2019 年风电项目建设工作方案》和《2019 年光伏发电项目建设工作方案》两份附件, 意味着我国光伏行业从此进入无补贴平价上网与享受国家补贴竞争配置等多种项目模式并存的新阶段。

表 6:光伏标杆电价调整

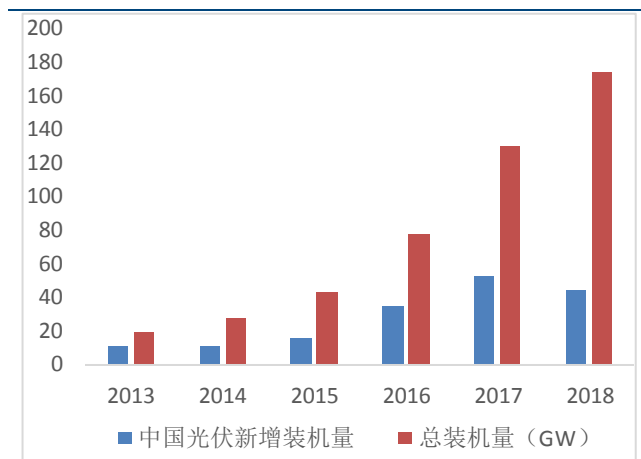
时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
----	--------	--------	--------	--------

I 类地区	0.65	0.55	0.5	0.4
II 类地区	0.75	0.65	0.6	0.45
III 类地区	0.85	0.75	0.7	0.55
分布式	0.42	0.37	0.32	0.1（工商业）0.18（户用）

资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

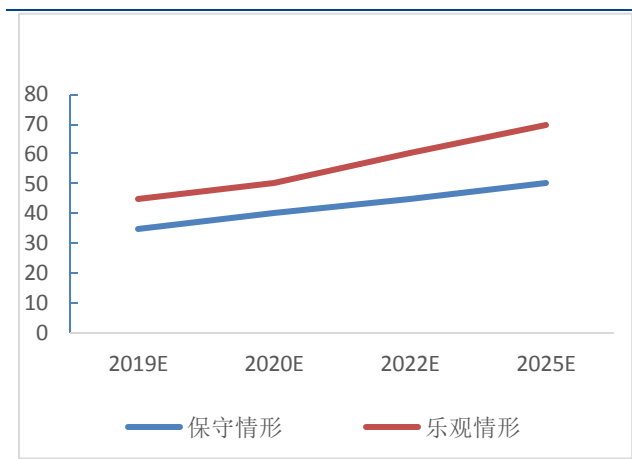
2019 年在国家加快推进平价上网且电价调整等政策尚未明确的背景下，全国第一季度新增光伏并网装机 520 万千瓦，同比下降 46%。如今新方案已经确定，标杆电价调整、建设规模竞争性配置等政策明确，叠加光伏扶贫项目的下发，预计光伏装机增速将在第一季度的水平上有所提升。预计 2019 年国内装机量有望达到 35GW-45GW 左右，比 2018 年稍稍增长，且随着平价项目并网高峰的到来和补贴项目竞价幅度的提高，2020 年国内光伏需求有望实现进一步增长。

图 29:国内近年光伏新增装机情况



资料来源：中国光伏行业协会、国家能源局，东兴证券研究所

图 30:中国新增光伏装机量预测



资料来源：中国光伏行业协会，东兴证券研究所

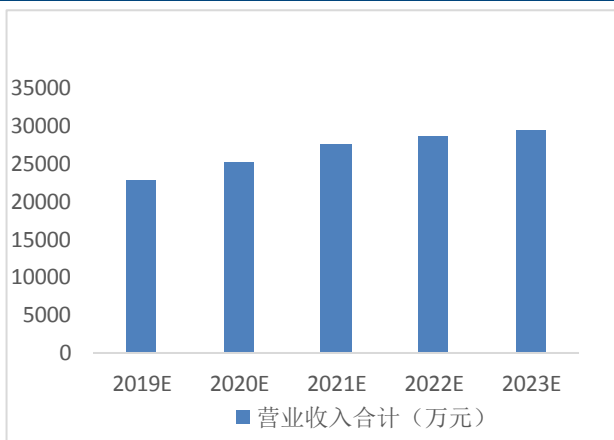
4. “尚和海工”和“上海底特”将为公司发展带来新动力

近年来，随着各项政策和规划的出台，风电行业复苏尤其是海上风电产业发展的步伐加快，公司借助既有业务基础，先后收购尚和海工和上海底特，以培育新的业绩增长点。

紧固件是机械工业整机中的关键零部件，精密紧固件制造行业最主要的下游行业是汽车行业。从汽车行业看，汽车紧固件的需求约占整个紧固件行业总销量的 23% 左右，行业占比最高。上海底特主要从事防松螺母、紧固件加工/测试设备等产品的研发、生产及销售，其拥有的“施必牢”品牌为机械行业内的著名品牌之一。凭借品牌优势，目前已经成为重卡、大巴、柴油机、铁路等行业排名前十企业的长期稳

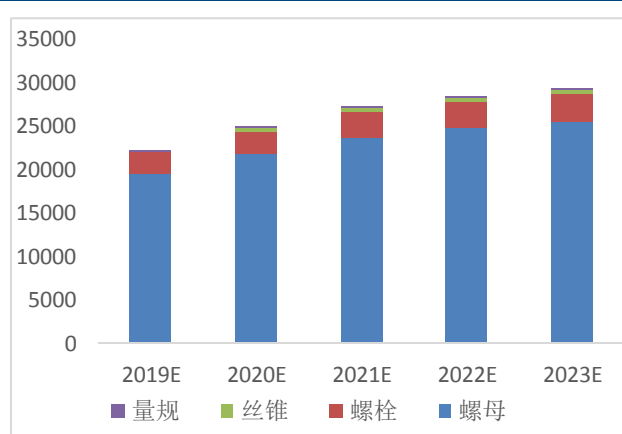
定供应商, 产品价格和毛利率较高。目前, 在我国汽车行业快速发展的大环境下, 随着市场竞争日趋激烈, 加上重卡对紧固件产品品质的要求不断提高, 高端紧固件企业面临较大的发展空间。2018 年 11 月 8 日, 振江股份通过收购上海底特进入风电紧固件行业, 一方面赢得保持其重卡的产能和供货不变, 维持此板块的利润市场, 一方面合作开发风电紧固件, 进入西门子供应商体系, 使被收购公司业务与公司之间产生协同效应, 更合理配置资源, 拓宽公司业务领域, 寻找新的盈利增长点, 提高上市公司持续盈利能力和长期发展潜力。

图 31: 上海底特营业收入预测



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 32: 上海底特营收结构预测



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从公司对上海底特未来五年的营收预测来看, 上海底特在 2019 年营业收入超过 2 亿元, 未来五年的平均增长率为 6%, 这将对公司未来的业绩提升提供巨大贡献。

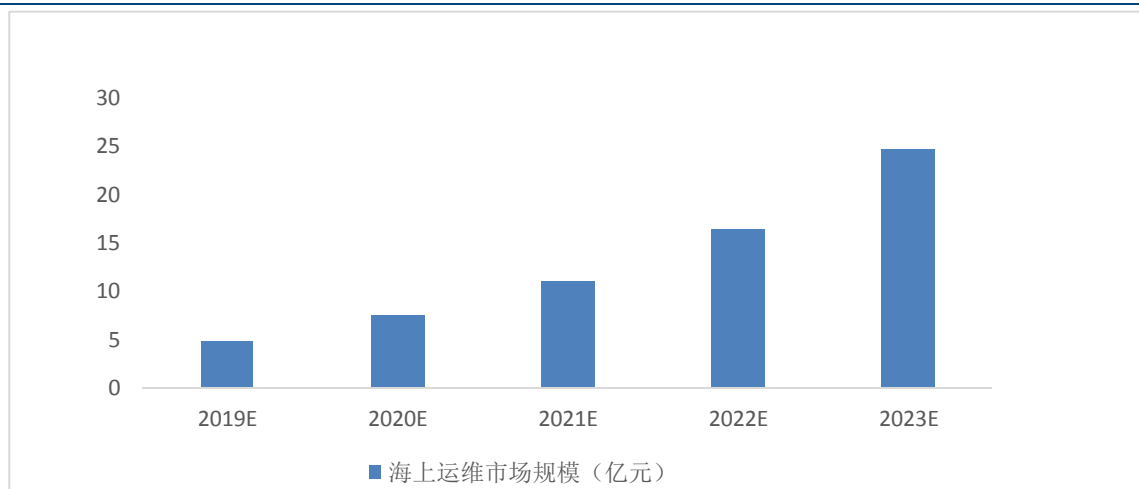
基于海上风电市场的良好发展前景同时海上风电安装专业化要求高, 而目前市场在用的风电安装平台数量极其少, 直接导致风电市场规划后无法高效率的打桩、安装作业的现状。一直以来欧洲是全球海上风电商业运营的主要利润获得者, 由于我国海上风电起步晚, 缺乏专业配套设备和经验, 运维效率低, 未来随着装机容量的增加势必会带动相关产业的发展。公司决定借助既有业务基础, 加快产业链延伸, 通过收购尚和海工进入海上风电安装和运维行业, 以培育新的利润增长点。

风电安装船来自国内的竞争对手主要是三航风华号, 龙源振华三号, 富川三峡号等国有企业。与当前大量规划中或在建的海上风电项目相比, 风电安装船的数量依然十分有限。供不应求的市场对于海上风电安装船来说是个利好。随着海上风电建设力度的不断加大, 大功率海上设备的研发力度也不断增强, 目前新建海上安装平台项目的起重能力主要为 1000 吨到 1500 吨。公司尚和海工在建的吊装船就是 1200 吨自航自升式, 是国内目前最为高端的海上风电安装和运维平台, 顺应了海上风电安装船大型化的趋势, 投运后, 可为公司带来 1.2-2 亿的营收。

随着我国海上风电建设规模的增加, 海上运维市场也将不断增长。运维船是海上风电场施工、运行和维护的重要交通运维工具, 但目前我国海上风电专业运维船的数量偏少, 江苏和福建尽管拥有国内目前最多的运维船, 却远不能满足海上风电场运维的需要, 这一市场空间巨大。随着中国海上风电行业的持续

增长，海上运维需求将快速增长。据前瞻产业研究院预测，到 2019 年中国海上风电运维市场规模达到 4.9 亿元左右，2024 年整体规模达到 37 亿元左右，年复合增长率约为 50%。

图 33:国内运维市场规模预测



资料来源：前瞻研究院，东兴证券研究所

尚和海工是一家主要从事海洋风电安装船及配件设计和技术开发、生产、安装的公司，面向国内及国际风电安装市场。尚和海工以坚实的技术基础为支撑，着力打造适合深水海上风电工程基础施工、安装与维护的平台，并计划三年内完成 2-3 艘具备贴合实际施工工法平台的设计与制造，是同行业同类产品中技术先进、使用功能齐全、竞争力较强的海上风电安装平台设计、制造企业。2018 年 4 月，公司通过尚和海工增加海上风电安装船设计、生产，海上风力发电机安装和运维业务，紧紧抓住海上风电发展机遇，推进海上风电产业链相关业务的发展从而优化公司产业布局，增强盈利能力。尚和海工承诺 2019-2021 年实现归母扣非后净利润分别不低于 1500 万元、5000 万元和 5500 万元。

所以，公司通过收购尚和海工和上海底特，延伸产业链，打造新的盈利增长点，未来极大可能将成为公司业绩增长的关键要素。

5. 估值及投资建议

根据公司扩产计划，叠加公司募投项目产能释放，预计 2019-2021 年公司风电转子房和定子段出货量预计将大幅提升，产品价格相对稳定，预计钢材料价格将在 2019 年企稳，并有下行预期，2019 年-2021 年毛利率较 2018 年将明显回升，盈利能力强。同时尚和海工制造的 1200 吨海上风电安装船下半年投运后将逐步提升业绩，上海底特的风电紧固件预计下半年进入西门子的供应商体系，公司营收增加约 3 个亿。受海上风电增长影响，大兆瓦主轴产品产能稳步爬坡，为业绩增长蓄力。

表 7:公司主营业务盈利预测（百万元）

营收（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
机舱罩	88	102	102	102

YOY	-36%	16%	0%	0%
转子房	114	599	776	983
YOY	34%	422%	30%	27%
定子段	50	133	145	156
YOY	-29%	165%	9%	8%
紧固件	--	300	400	500
YOY	--	--	33%	25

资料来源：wind，东兴证券研究所

在风电行业复苏的背景下，行业集中程度加强，公司作为风电钢结构件龙头市场占有率将进一步提升，同时公司实施产业链延伸战略，向风电紧固件业务和海上安装、运维业务延伸，提高公司的经营效益和竞争能力。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1.76、2.37、3.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.37、1.85、2.48 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 14.85、11.04 和 8.03 倍。看好新能源钢结构件龙头稳固，业绩进入上升快车道，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

原材料价格不及预期，国内抢装不及预期，客户拓展不及预期。

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	
流动资产合计	1089	1111	1626	1937	2311	营业收入	596	790	997	1239	1507	
货币资金	324	316	816	879	972	营业成本	357	574	708	855	1025	
应收账款	171	349	125	155	188	营业税金及附加	10	8	12	15	18	
其他应收款	1	4	5	6	7	营业费用	9	12	16	20	25	
预付款项	6	6	10	14	20	管理费用	43	30	39	48	59	
存货	192	312	555	670	803	财务费用	21	-12	-6	-8	-9	
其他流动资产	312	33	116	213	320	资产减值损失	-5.51	27.18	11.10	10.92	16.40	
非流动资产合计	648	727	611	567	518	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	11.30	6.52	6.36	8.06	6.98	
固定资产	440	454	485	510	530	营业利润	174	134	193	269	335	
无形资产	56	77	73	68	64	营业外收入	1.36	1.54	1.54	1.48	1.52	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.31	0.78	1.00	1.00	0.00	
资产总计	1737	1838	2237	2504	2829	利润总额	175	134	194	270	337	
流动负债合计	111	91	367	460	565	所得税	25	18	26	36	45	
短期借款	5	0	0	0	0	净利润	150	116	168	233	292	
应付账款	30	63	333	402	482	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	2	2	17	39	63	归属母公司净利润	150	116	168	233	292	
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	290	243	231	310	381	
非流动负债合计	4	9	7	7	7	EV/EBITDA	10.67	12.73	11.21	8.17	6.40	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	116	101	374	466	572	成长能力						
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-6.29%	32.43%	26.24%	24.30%	21.61%	
实收资本（或股本）	238	238	238	238	238	营业利润增长	-23.98%	-23.34%	44.51%	39.41%	24.59%	
资本公积	684	684	684	684	684	归属于母公司净利	#VALUE!	#VALUE!	44.09%	39.27%	24.93%	
未分配利润	622	727	835	987	1176	获利能力						
归属母公司股东权益	1621	1737	1863	2038	2257	毛利率(%)	40.15%	27.27%	29.00%	31.00%	32.00%	
负债和所有者权益	1737	1838	2237	2504	2829	净利率(%)	25.20%	14.73%	16.82%	18.84%	19.36%	
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.65%	6.33%	#VALUE!	7.49%	9.32%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		ROE(%)	9.27%	6.70%	9.00%	11.45%	12.92%
经营活动现金流	202	-142	468	122	173	偿债能力						
净利润	150	116	168	233	292	资产负债率(%)	7%	5%	17%	19%		
折旧摊销	94.74	121.68	0.00	44.73	50.33	流动比率	9.78	12.19	4.43	4.21	4.09	
财务费用	21	-12	-6	-8	-9	速动比率	8.05	8.76	2.92	2.76	2.67	
应收账款减少	0	0	225	-30	-33	营运能力						
预收帐款增加	0	0	15	22	25	总资产周转率	0.34	0.44	0.49	0.52	0.57	
投资活动现金流	-170	37	68	-10	-16	应收账款周转率	3	3	4	9	9	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.51	16.87	5.03	3.37	3.41	
长期股权投资减少	0	0	80	0	0	每股指标(元)						
投资收益	11	7	6	8	7	每股收益(最新摊	0.63	0.49	0.70	0.98	1.23	
筹资活动现金流	-50	-5	-36	-50	-64	每股净现金流(最新	-0.07	-0.46	2.10	0.26	0.39	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.81	7.30	7.83	8.56	9.48	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	119	0	0	0	0	P/E	22.68	29.22	20.33	14.60	11.69	
资本公积增加	-119	0	0	0	0	P/B	2.10	1.96	1.83	1.67	1.51	
现金净增加额	-17	-111	500	63	93	EV/EBITDA	10.67	12.73	11.21	8.17	6.40	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

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。