

风电钢结构件龙头，多点发力未来可期

——振江股份（603507）首次覆盖

增持(首次)

2021年08月12日

报告关键要素：

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，公司深耕于新能源领域发电设备钢结构件领域。主营业务为风电、光伏、光热设备零部件、紧固件和海上风电安装及运维服务。

投资要点：

风电钢结构件龙头，定增发力大风机零部件：公司在风电钢结构件领域优势明显，目前风电零部件在手订单超过14亿元。公司拟定增投入0.58亿元建设8MW以上转子房产线，加码大兆瓦风机零部件。公司2020年转子房毛利率超过30%，预计随着大兆瓦转子房产能投放，盈利水平仍有提高空间。此外，公司积极外延式布局，在塔筒领域，公司投入研发分瓣式塔筒，精准瞄向未来大兆瓦风机的高塔筒市场，解决其运输难题。在风电紧固件领域，我们认为风电紧固件行业拥有稳定的百亿市场，公司未来空间广阔。在海工平台领域，公司在海风未来高景气的环境下放量可期。

绑定国际巨头，发电机总装业务未来可期：公司是西门子歌美飒的重要供应商，双方合作多年，今年公司成功与西门子签订协议，为其组装3MW直驱发电机。根据Bloomberg NEF的数据，2020年西门子歌美飒在全球实现5.74GW装机，位列全球第5。通过绑定西门子，公司有望锁定较大订单。此次D3发电机总装的合作也将为公司未来在发电机组装业务中拿下西门子其他机型订单以及开拓其他客户打开空间。

多年深耕光伏支架领域，产能释放贡献业绩增长：公司从2013年就涉足光伏支架领域，多年来积累了包括ATI、阳光电源、天合光能等国内外优质客户。公司今年有望导入Nextracker等客户，进一步提升市场份额。公司此次定增拟投入1.58亿元持续扩张光伏支架产能。未来随着新产能投产以及公司跟踪式支架出货占比提升，光伏支架业绩可期。

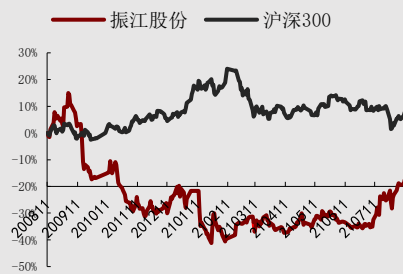
盈利预测与投资建议：预计公司2021-2023年营业收入分别为30.79/58.78/71.71亿元，归母净利润分别为2.06/3.65/4.92亿元，EPS分别为1.62/2.88/3.88元/股。首次覆盖给予增持评级，根据风电零部件企业估值，按21年19倍PE，给予6个月目标价30.79元/股。

风险因素：风电、光伏行业政策不及预期；全球风电、光伏装机不及预期；公司产能释放不及预期；公司产品竞争恶化导致盈利水平下降。

基础数据

总股本(百万股)	126.84
流通A股(百万股)	124.41
收盘价(元)	25.86
总市值(亿元)	32.80
流通A股市值(亿元)	32.17

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：江维
执业证书编号：S0270520090001
电话：01056508507
邮箱：jiangwei@wlzq.com

研究助理：郝占一
电话：01056508507
邮箱：haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1931.35	3078.63	5878.19	7170.55
增长率(%)	8	59	91	22
净利润(百万元)	67.35	205.57	365.42	491.63
增长率(%)	80	205	78	35
每股收益(元)	0.53	1.62	2.88	3.88
市盈率(倍)	48.70	15.96	8.98	6.67
市净率(倍)	2.29	1.79	1.29	0.99

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

投资核心观点

● 公司整体判断

公司起家于传统钢结构领域,延伸至下游,成长为风电、光伏双轮驱动的新能源企业。公司持续进行外延式拓展,开展塔筒、紧固件、风力发电机总装等一系列业务。公司定增投资连云港切割中心,达产后形成年产20万吨的钢材切割下料产能,届时将为公司带来新的业绩增长点。

● 差异化观点

市场上更多将公司看为单一的风电零部件企业,但是我们认为公司业务范围涵盖较广,未来有较好的发展空间。

从风电零部件板块来看,除公司原有钢结构件以外,公司积极开拓**塔筒以及风电紧固件等业务**,此外公司拟投建**8MW以上风电转子房产能**,加强大兆瓦零部件产能,提升风电零部件板块盈利水平。

从光伏板块来看,公司拟定**增扩建光伏支架产能**,今年有望导入Nextracker成为公司客户,未来光伏支架放量可期。

此外,公司今年成功与**西门子歌美飒签订D3发电机总装业务**,未来该板块有望持续放量。公司筹建**连云港切割中心满产后将达到20万吨年产能**,将为公司建立新的增长点。连云港切割中心业务主要为从上游采购钢材原材料进行切割加工,其性质偏贸易,毛利率较低。

● 估值和评级

预计公司2021-2023年营业收入分别为30.79/58.78/71.71亿元,归母净利润分别为2.06/3.65/4.92亿元,EPS分别为1.62/2.88/3.88元/股。首次覆盖给予增持评级,根据风电零部件企业估值,按21年19倍PE,给予6个月目标价30.79元/股。

● 股价触发因素

公司业务范围多元,其中风电零部件、光伏支架占据较大营收份额。风电、光伏产业景气度将影响公司股价,同时公司未来各业务产能的释放以及订单的签订都将对股价产生重要影响。

● 风险提示

风电、光伏行业政策不及预期;全球风电、光伏装机不及预期;公司产能释放不及预期;公司产品竞争恶化导致盈利水平下降。

正文目录

1 风电零部件龙头，多领域协同发展	5
1.1 布局新能源发电零部件，深度绑定海内外龙头企业	5
1.2 多业务领域布局，提高公司盈利能力	7
1.3 股权结构明晰，实控人稳定	9
2 双碳目标大背景下，新能源大有可为	10
2.1 “十四五”新能源规模明晰，国内风电持续高景气	10
2.2 海内外风电高速发展，行业未来空间可观	12
3 风电光伏齐发力，业务多点开花	14
3.1 钢结构积淀深厚，打造风电结构件龙头	14
3.2 风电零部件外延式发展，持续丰富产品矩阵	16
3.3 光伏支架稳定发展，长期空间可期	18
4 盈利预测	18
4.1 关键假设	18
4.1.1 风电板块	18
4.2 盈利预测	20
5 风险提示	20
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要产品	5
图表 3: 公司核心技术	6
图表 4: 公司主要客户	6
图表 5: 2013-2021Q1 公司营业收入（亿元）	7
图表 6: 2017-2020 年公司各业务收入占比	7
图表 7: 2013-2021Q1 公司归母净利润（亿元）	8
图表 8: 2013-2021Q1 公司销售毛利率情况	8
图表 9: 2013-2021Q1 公司期间费用率（%）	8
图表 10: 2013-2021Q1 公司各费用率变动	8
图表 11: 2013-2021Q1 公司资产负债率、流动比率	9
图表 12: 2020Q1 公司股权结构	9
图表 13: 各大发电集团对“十四五”清洁能源装机规划展望	10
图表 14: 2017-2021H1 全国可再生能源发电量（亿千瓦时）	11
图表 15: 2017-2021H1 全国可再生能源发电占比	11
图表 16: 2017-2021H1 我国风电新增装机容量（GW）	11
图表 17: 2017 年至今风电季度招标量（GW）	12
图表 18: 2017 年至今我国陆上、海上风电年度新增装机量占比	12
图表 19: 全国部分省市“十四五”风电战略规划	13
图表 20: 2020-2025E 全球风电装机量（GW）	14
图表 21: 公司风电结构件主要产品	15
图表 22: 2017-2020 年欧洲风机平均单机容量变化（MW）	15
图表 23: 2014-2020 年公司风电钢结构件不含税价格（万元）	16
图表 24: 2014-2020 年公司风电钢结构件产品毛利率	16
图表 25: 风机各部分紧固件示意图	16
图表 26: 单个风机需要的紧固件数量和价值量	17
图表 27: 全球紧固件市场规模（亿元）	17

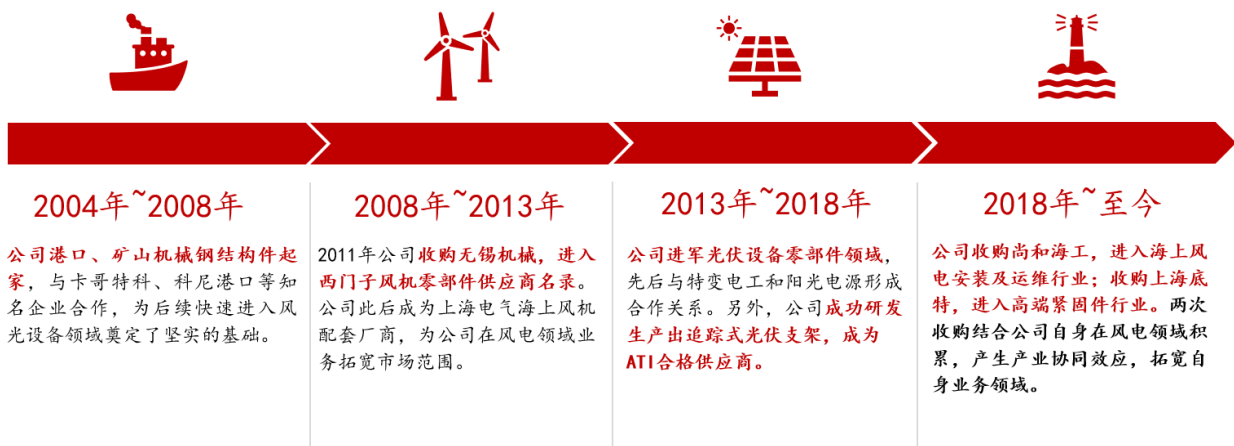
图表 28: Enercon 研发的分瓣式塔筒.....	17
图表 29: 2014-2020 年公司光伏支架平均价格（元/W）（不含税）	18
图表 30: 2014-2020 年公司光伏支架业务毛利率（%）	18
图表 31: 公司各业务拆分（单位：亿元）	19

1 风电零部件龙头，多领域协同发展

1.1 布局新能源发电零部件，深度绑定海内外龙头企业

从传统行业转向新能源，战略布局紧随行业发展。公司是国内专业从事新能源发电设备钢结构的领先企业，也是被江苏省认证的高新技术企业。从2004年公司成立，到2017年上交所上市，公司发展历程可以划分为四个阶段。2004年至2008年，公司主要从事港口和矿山的钢结构的生产和加工；2008年至2013年，公司通过收购无锡机械，进入风电设备钢结构领域。2013年至2018年，凭借资金的陆续投入，风电设备零部件产能和销售规模快速提高，公司开始探索光伏支架领域，并研发生产出追踪式光伏支架，完成光伏设备零部件的战略布局。2018年至今，公司通过收购尚和海工进入海上风电安装及运维行业，并凭借钢结构零部件的技术优势，收购上海底特完成风电紧固件的业务整合。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司公告，万联证券研究所

产品结构丰富，风电光伏两开花。公司深耕于新能源领域发电设备钢结构件领域。主营业务为风电、光伏、光热设备零部件、紧固件和海上风电安装及运维服务。风电产品包括机舱罩、转子房、定子段、塔筒等；光伏产品包括固定/可调式光伏支架、追踪式光伏支架等以及光热设备产品；紧固件主要服务于汽车、风光、铁路、工程机械、电子等行业。

图表2:公司主要产品



资料来源：公司官网，万联证券研究所

技术改进高效生产，与行业知名企业形成稳定合作关系。公司自主开发了焊接并行控制技术、机加工精度控制、生产线涂装技术等核心技术，其中焊接并行控制技术采用自动化焊接流水线，配备机器人和自动变位器等，实现生产效率最大化。截至2020年末，公司拥有有效专利授权 186 项，研发人员141名。可靠的产品质量为公司与行业龙头企业的合作基础。在风电设备领域，公司获得西门子集团团队的驻场技术支持，成为西门子、通用电气、上海电气、金风科技等企业的合格供应商；在光伏支架领域，公司自主研发的追踪式光伏支架与ATI形成以销定产模式，并与特变电工、阳光电源等公司达成深度合作。

图表3:公司核心技术

技术名称	技术来源	技术特点	技术先进性	竞争优势及其先进性
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。	国内先进	避免固定中的变形反弹，有效提高机舱罩装配质量及装配效率。
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。	国内先进	提高攻丝、打孔、车削、铣削过程中的加工精度，有效提高产品生产质量及加工效率。
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。	国内先进	便于加工件顶部进行喷漆及对钢板表面打毛的专利技术，有效提高喷漆效率。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表4:公司主要客户

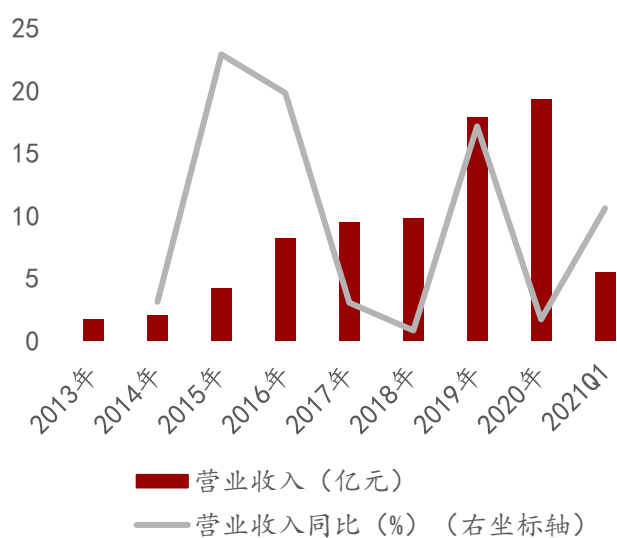


资料来源：公司公告，万联证券研究所

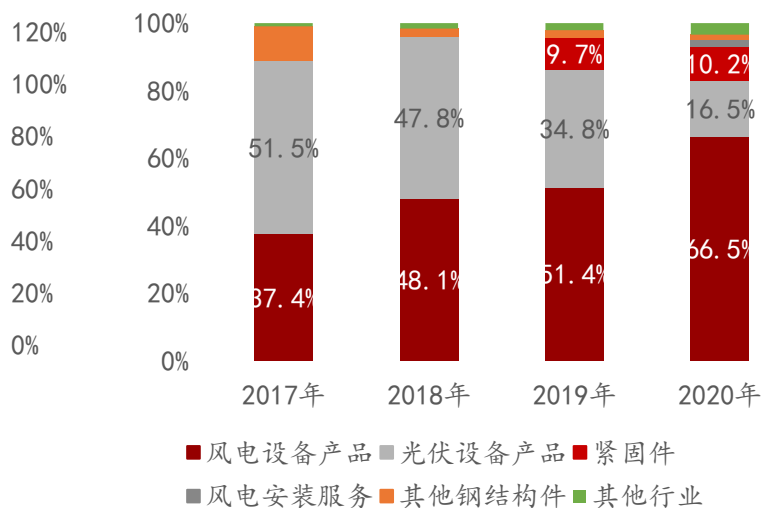
1.2 多业务领域布局，提高公司盈利能力

风电零部件业务持续发力，多领域发展持续为公司带来新营收增长。随着公司不断在新能源发电零部件领域的探索，募投项目陆续投产，大规模的生产和交货能力使得公司营业收入稳步提高。2020年公司营业收入为19.31亿元，同比增长8.13%，21Q1公司营收同比增加50.86%，达到5.5亿元。近四年公司风电设备业务收入占比持续提升，从2017年的37.4%提升至2020年的66.5%；光伏支架业务收入占比有所缩减，2020年占比16.5%，相较2017年减少35.1pct。2020年公司光伏支架出货量1.16GW，同比减少50.73pct，出货量降低拉低其营收占比，主要原因为：1）公司跟踪式光伏支架主要为ATI代工以及海运成本高企导致公司丧失其在成本端的优势；2）与国内光伏支架龙头企业如中信博、爱康科技等相比，公司光伏支架售价较低，在光伏BOS成本不断下行的大趋势下，2020年公司固定/可调节光伏支架业务利润下滑。未来公司深耕海外跟踪式支架的高利润板块，光伏支架业务营收有望得到修复。

图表5:2013-2021Q1 公司营业收入（亿元）



图表6:2017-2020 年公司各业务收入占比

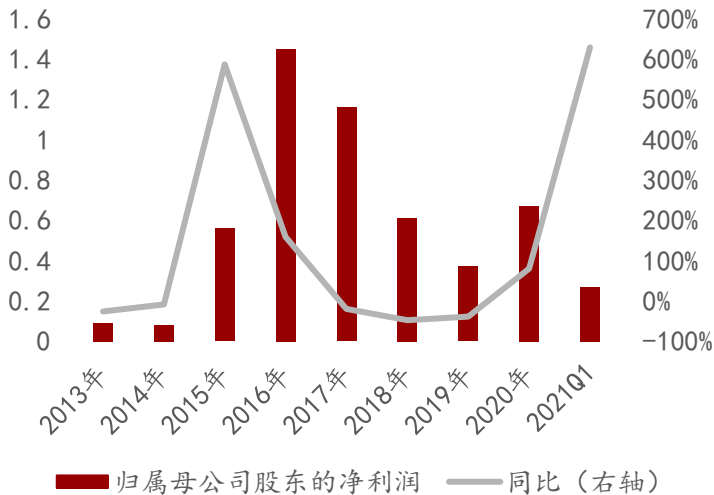


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

不断拓展高质量合作，增厚公司利润。2016年-2019年间公司归母净利润和毛利率持续下行，主要系该期间钢材价格综合指数上涨83.7%，原材料价格上涨拉低公司毛利率。2020年国内陆上风电抢装，公司风电零部件如定子和塔筒毛利率分别增加12.67pct、13.02pct。公司毛利率维稳止降，维持在19.6%，业绩反弹，20年实现归母净利润0.67亿元，同比增加79.9%。公司目前在积极推进与Nextracker、Vestas等新客户、新产品的认证开发工作，预计在今年内达成合作并批量供货。海外的高毛利率订单将为公司创造新的利润增长点。

图表7:2013-2021Q1 公司归母净利润（亿元）



资料来源: wind, 万联证券研究所

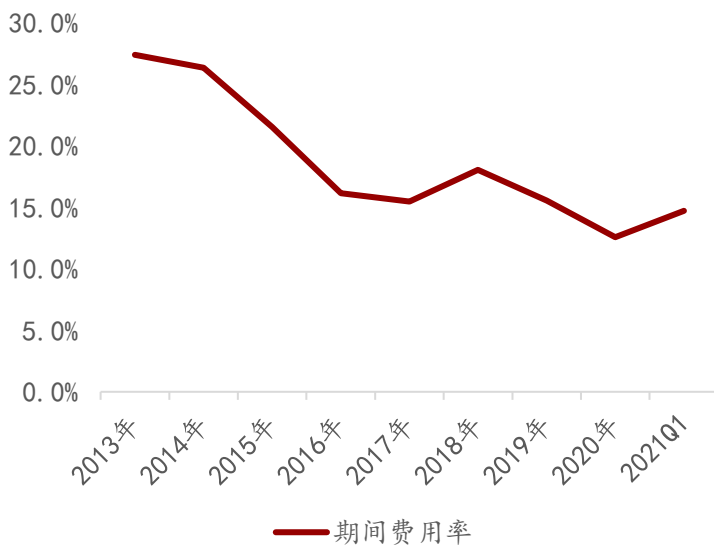
图表8:2013-2021Q1 公司销售毛利率情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

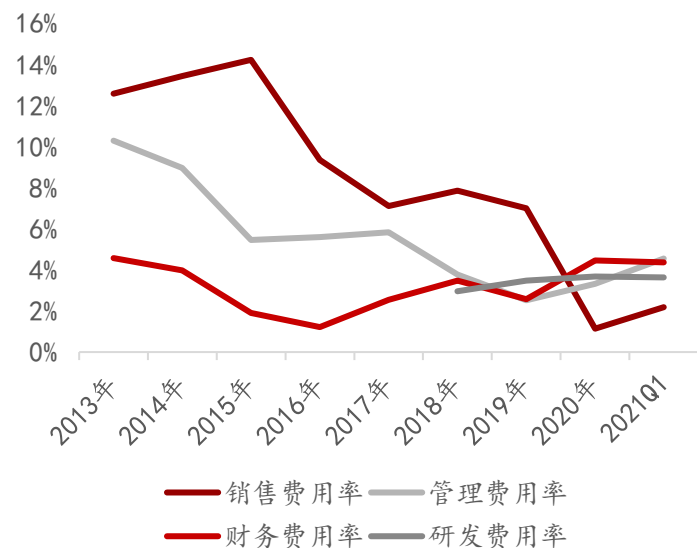
期间费用率持续下降, 公司控费能力优秀。2013年至2020年公司期间费用率下降幅度较大, 从2013年的27.4%降至2020年的12.6%, 公司控费能力优秀。在各项费率中, 销售费用率和管理费用率下降较快, 研发费用率和财务费用率稳中有升, 主要系公司持续进行研发投入和产能扩张所致。

图表9:2013-2021Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

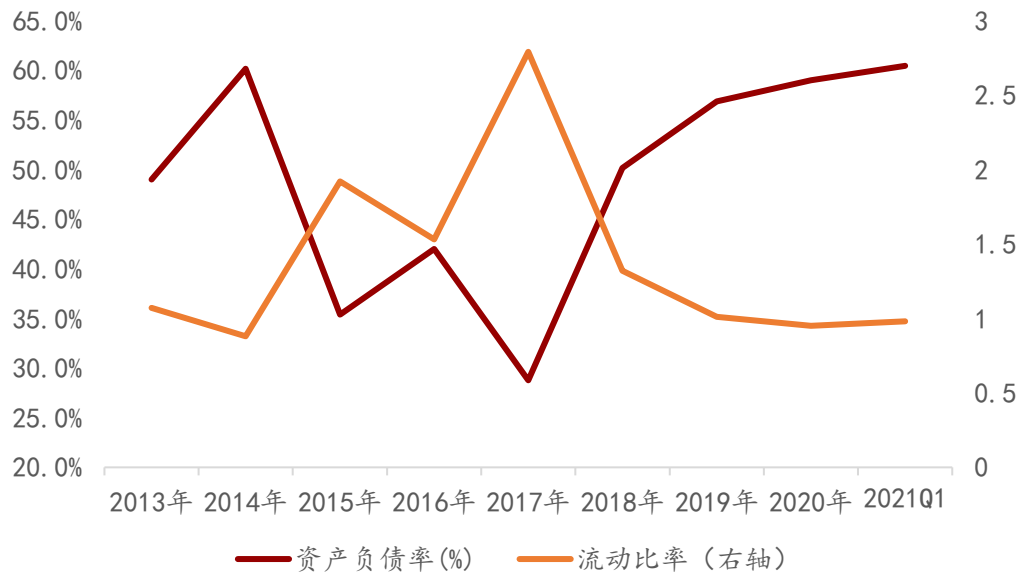
图表10:2013-2021Q1 公司各费用率变动



资料来源: wind, 万联证券研究所

产能扩张导致公司杠杆不断攀升, 融资渠道打开优化公司资本结构。由于公司近年来不断拓展自身业务领域和积极扩产, 公司资产负债率自2018年起有较大幅度的增长。2021年7月公司股东大会延长其定向增发预案决议期限, 新融资渠道将大幅降低公司杠杆, 优化资产结构。

图表11:2013-2021Q1 公司资产负债率、流动比率

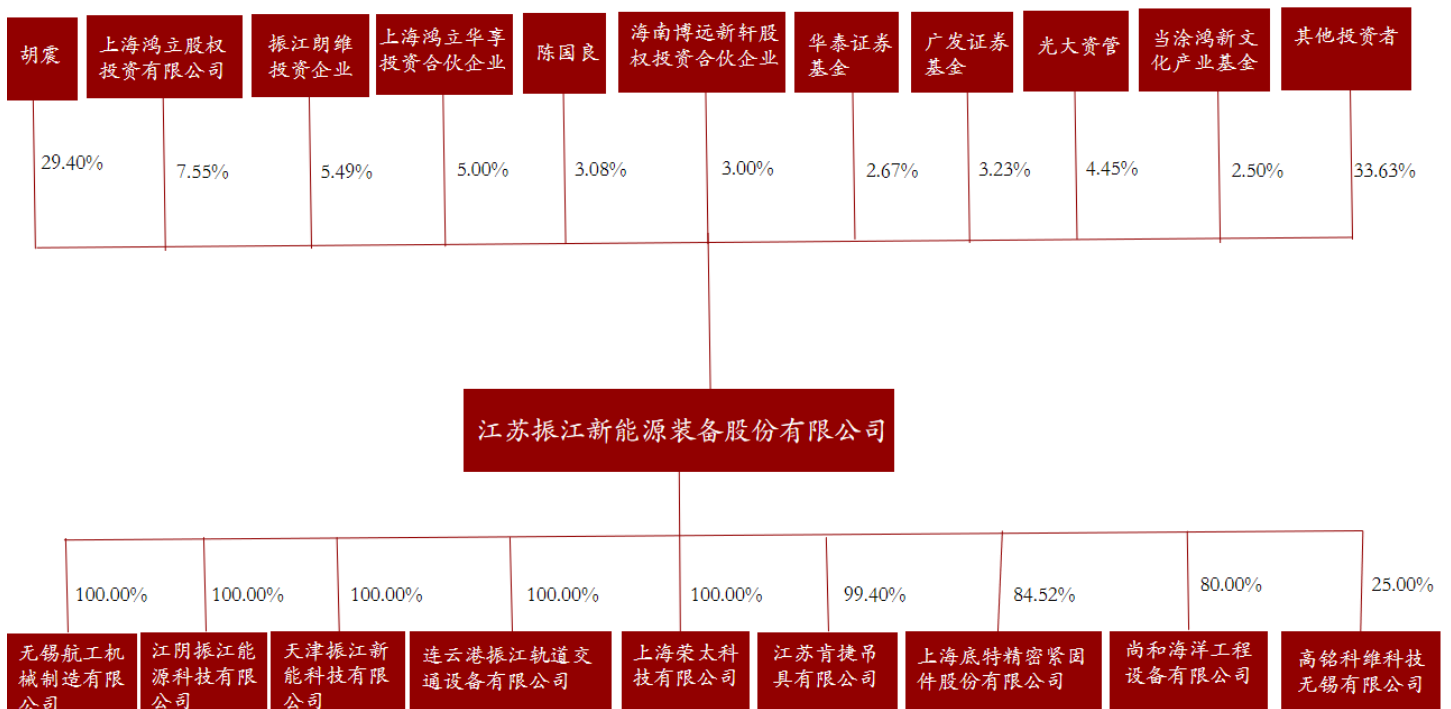


资料来源: wind, 万联证券研究所

1.3 股权结构明晰，实控人稳定

公司股权结构趋于稳定。公司实际控制人为胡震，截至21年一季度末，持股比例为29.4%。尽管公司自成立以来，股权结构经历过多次变动，但创始人始终保持控制人地位。

图表12:2020Q1 公司股权结构



资料来源: wind, 万联证券研究所

2 双碳目标大背景下，新能源大有可为

2.1 “十四五”新能源规模明晰，国内风电持续高景气

“30·60”目标清晰，央企“十四五”新能源规划高增长。在碳达峰、碳中和目标的指引下，“五大四小”发电集团纷纷制定了明确的“十四五”新能源装机目标，到2025年各企业清洁能源比重基本都将达到50%以上，以新能源为主体的电力系统正在加速形成。

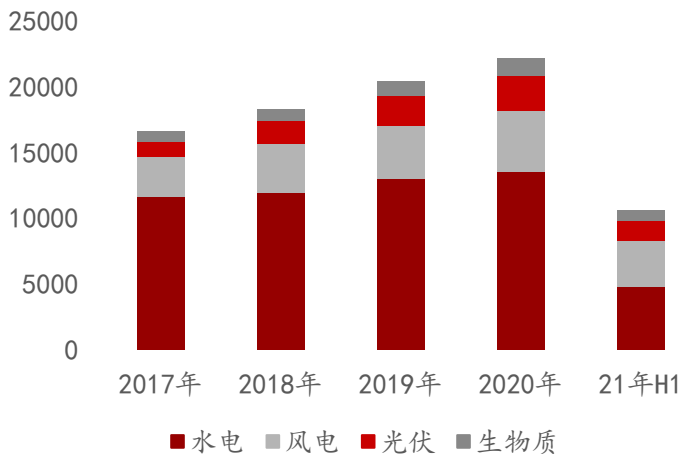
图表13:各大发电集团对“十四五”清洁能源装机规划展望

企业	目标
华能集团	25 年发电装机达到 3 亿千瓦左右，新增新能源装机 8000 万千瓦以上，清洁能源装机占比 50%以上；35 年发电装机突破 5 亿千瓦，清洁能源占比 75%。
大唐集团	从传统电力企业向绿色低碳能源企业转型，25 年非化石能源装机超过 50%，提前 5 年实现“碳达峰”。
华电集团	力争 2025 年非化石能源占比达到 50%（清洁能源装机超过 60%），未来五年内关闭超过 300 万千瓦（3GW）的火力发电容量，力争在“十四五”期间新增新能源装机 7500 万千瓦。
国家能源	“十四五”时期，将确保实现新增新能源装机 7000~8000 万千瓦、占比达到 40%的目标，于 2025 年实现碳达峰，光伏占比近四成，清洁能源占比 50%以上。
国电投集团	23 年实现实现国内碳达峰，25 年，电力装机 2.2 亿千瓦，清洁能源比重提升至 60%，35 年，电力装机 2.7 亿千瓦，清洁能源装机比重提升至 75%。
三峡集团	23 年碳达峰，40 年碳中和。“十四五”期间，将保持每年 1500 万千瓦清洁能源新增装机规模的增速，计划新能源装机实现 7000 万至 8000 万千瓦的水平。
华润电力	“十四五”期间新增 40GW 可再生能源装机，预计至 2025 年底，可再生能源装机占比超过 50%。
中广核	“十四五”期间，中广核将按照新增投运容量保持每年 300 万千瓦以上的发展速度，预计到“十四五”末，中广核境内新能源在运装机总容量将突破 4000 万千瓦。

资料来源：各发电集团公司官网，公司公告等，万联证券研究所

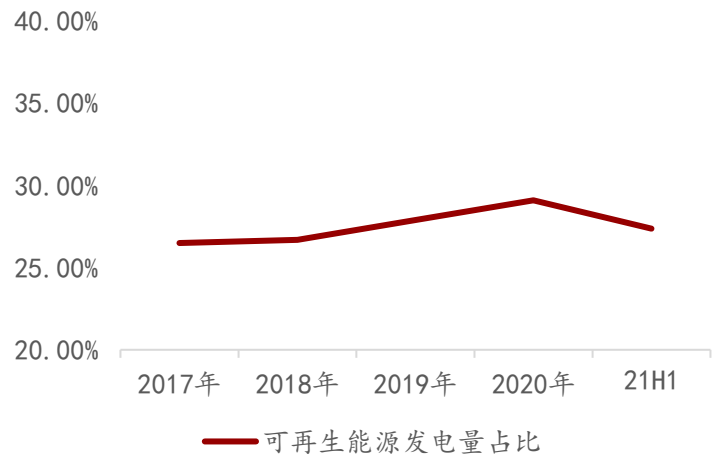
近年来可再生能源占比持续提升。根据国家能源局数据，2020年我国可再生能源发电占比达到29.1%，同比提升1.2pct。近年来，我国以光伏和风电为代表的清洁能源装机快速增加，同时弃风、弃光率逐年下降，可再生能源在电力系统中的地位明显提高。

图表14:2017-2021H1 全国可再生能源发电量（亿千瓦时）



资料来源：国家能源局，万联证券研究所

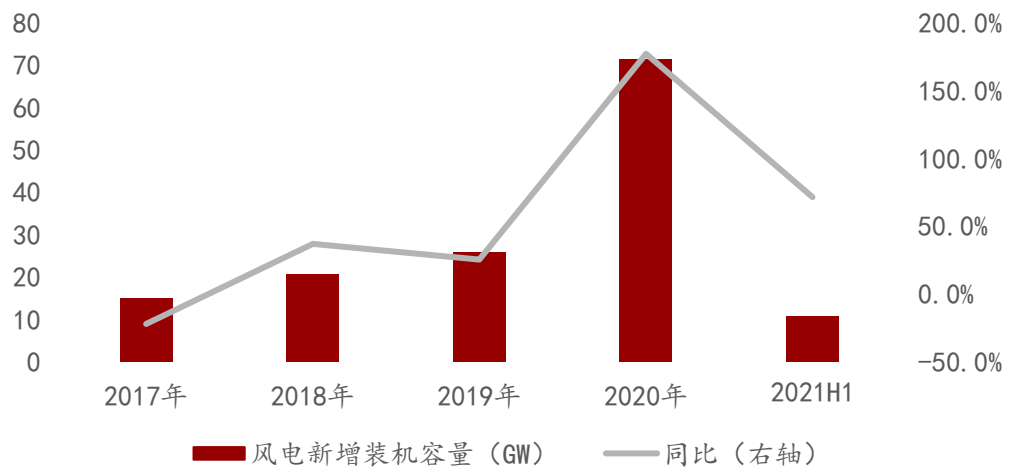
图表15:2017-2021H1 全国可再生能源发电占比



资料来源：国家能源局，万联证券研究所

国内风电持续超预期，产业链韧性承受抢装考验。国内风电发展迅猛，2020年迎来陆上风电抢装。此前业内对产业链能支撑的装机量较为悲观，认为20年国内风电装机将受到产业链制约，一部分项目不能如期并网。但最终2020年全年国内实现风电装机71.48GW，同比增长177%，超出此前市场的预期。今年在业内纷纷不看好后抢装时代的情况下，国内风电再次超出市场预期，上半年实现装机10.84GW，同比增长71.5%。

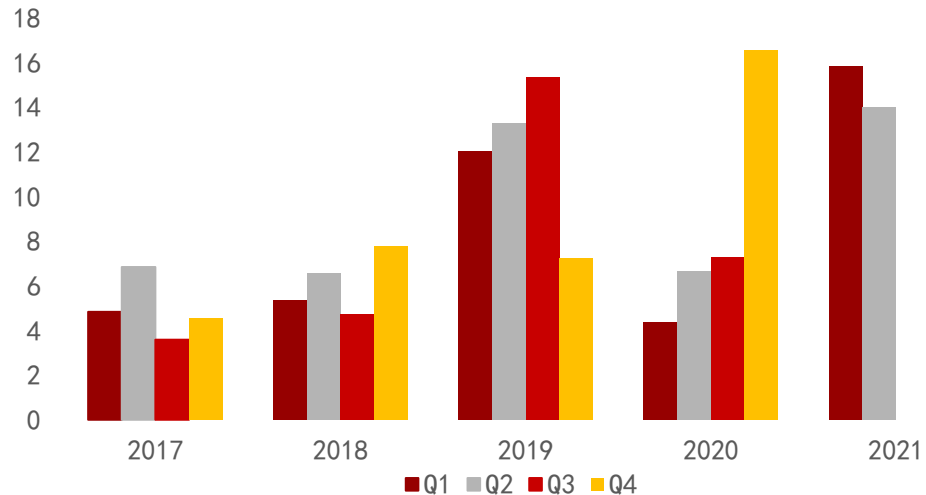
图表16: 2017-2021H1 我国风电新增装机容量（GW）



资料来源：国家能源局，万联证券研究所

风电持续高景气，招标量可观。在去年抢装超预期的背景下，今年国内风电继续发力，招标量大幅增长，上半年招标量接近30GW，创出历年新高。在陆上风电抢装过后，如此高的招标量再次超出市场预期。我们认为，风电的景气度持续高涨的背景下，行业未来发展十分可观。

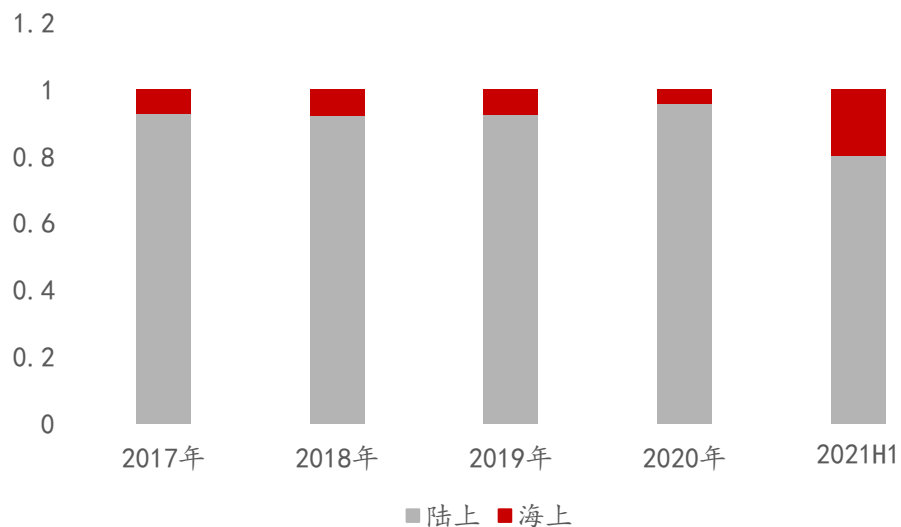
图表17:2017 年至今风电季度招标量 (GW)



资料来源：明阳智能，北极星电力，万联证券研究所

抢装潮持续，今年海上风电可期。在去年陆上补贴截止后，今年将迎来海上风电国补的最后一年，海风抢装正如火如荼。从今年的装机情况来看，上半年海风装机占据了2成，达到历年新高，海上风电迎来发展良机，海上大兆瓦风机需求激增。

图表18:2017 年至今我国陆上、海上风电年度新增装机量占比



资料来源：国家能源局，万联证券研究所

2.2 海内外风电高速发展，行业未来空间可观

各省“十四五”规划出台，风电有望摆脱周期。此前国内风电行业受政策影响较大，在补贴持续退坡的情况下，风电景气度周期波动较为明显。但随着产业内各方的努力，风电成本快速下降，平价上网范围扩大。从各省市的“十四五”规划来看，风电在清洁能源中的绝对优势地位明显，未来光伏、风电有望平分天下，风电有望摆脱周期，迎来快速发展期。

图表19:全国部分省市“十四五”风电战略规划

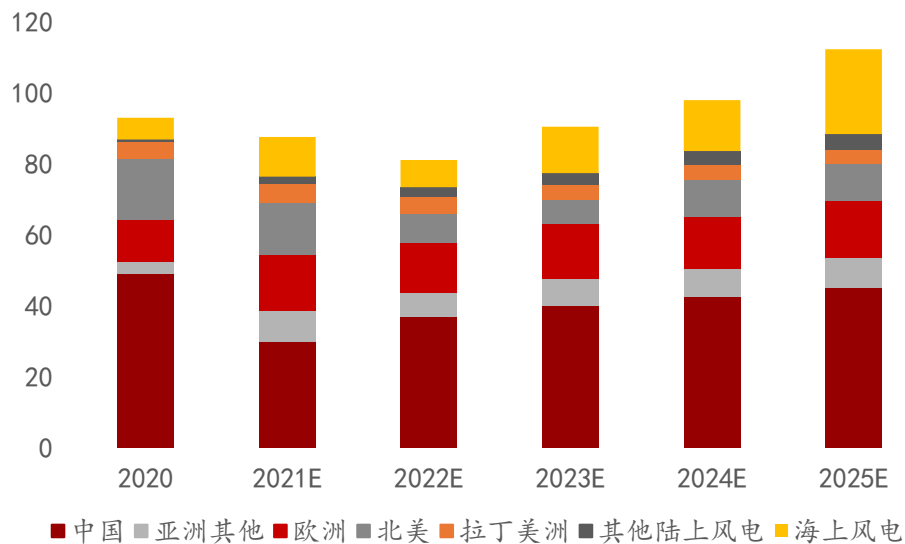
省市	政策名称	颁发日期	目标
山东省	《山东省能源发展“十四五”规划（征求意见稿）》	2021年5月21日	到2025年，可再生能源发电装机达到8500万千瓦左右，风电装机达到2500万千瓦。
贵州省	《关于〈贵州省分散式风电开发建设“十四五”规划〉的通知》	2021年7月28日	确定分散式风电开发建设规模为170万千瓦，其中，“十四五”时期重点建设规模50万千瓦，“十四五”时期储备风电项目规模50万千瓦，2030年储备风电项目规模70万千瓦。
海南省	《海南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	2021年3月31日	单位地区生产总值二氧化碳排放降低N+5个百分点；新增可再生能源发电装机约500万千瓦，清洁能源消费比重达50%左右，清洁能源发电装机比重达82%。
内蒙古自治区	《内蒙古自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年2月7日	到2025年，新能源成为电力装机增量的主体能源，新能源装机比重超过50%。
安徽省	《安徽省人民政府关于印发安徽省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要的通知》	2021年4月21日	实施近零能耗建筑示范、近零碳排放区示范、碳捕集利用与封存示范、非二氧化碳温室气体减排示范、传统产业低碳改造示范、农业低碳示范园区、大型展会碳中和示范、公共建筑分布式能源推广应用示范、碳排放监测监控能力建设等工程。
福建省	《福建省人民政府关于印发福建省“十四五”制造业高质量发展专项规划的通知》	2021年6月29日	以兴化湾—平海湾海上风电产业园为主体，加快推进8兆瓦及以上大功率海上风电设备研制及使用。以风电成套机组设计和组装为核心，带动风电关键零部件发展，加快发展海上风电大部件更换运维平台、海上风电运维服务船、风机塔筒、海上风电钢结构、风电机组等产品。
河南省	《关于进一步推动风电光伏项目高质量发展的指导意见（征求意见稿）》	2021年4月7日	争取2025年全省可再生能源装机达到5000万千瓦以上，力争风电光伏发电新增2000万千瓦左右。
广东省	《广东省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年4月6日	推动省管海域风电项目建成投产装机容量超800万千瓦，打造粤东千万千瓦级基地，加快8兆瓦及以上大容量机组规模化应用，促进海上风电实现平价上网；拓展分布式光伏发电应用。一次能源消费中，可再生能源占比达到22%。规模化开发海上风电，建设阳江沙扒、珠海金湾、湛江外罗、惠州港口、汕头勒门、揭阳神泉、汕尾后湖等地海上风电场项目；适度开发风能资源丰富地区的陆上风电。

湖南省	《湖南省国民经济和社会展开第十四个五年规划和二〇三五年前景方针大纲》	2021 年 3 月 25 日	电力装机新增 1020 万千瓦，可再生动力装机占比 57%。
-----	------------------------------------	-----------------	--------------------------------

资料来源：各省市人民政府官网，万联证券研究所

国内带动全球风电发展，25年装机量有望超过120GW。随着中国、欧洲以及海上风电的需求增长，风电装机有望保持增长势头，根据GWEC预测，2025年全球风电装机量将超过110GW。我们认为在中国风电高速发展的带动下，25年全球总装机大概率超过GWEC的预测，乐观来看，25年全球新增装机有望达到120GW以上。

图表20:2020-2025E 全球风电装机量（GW）



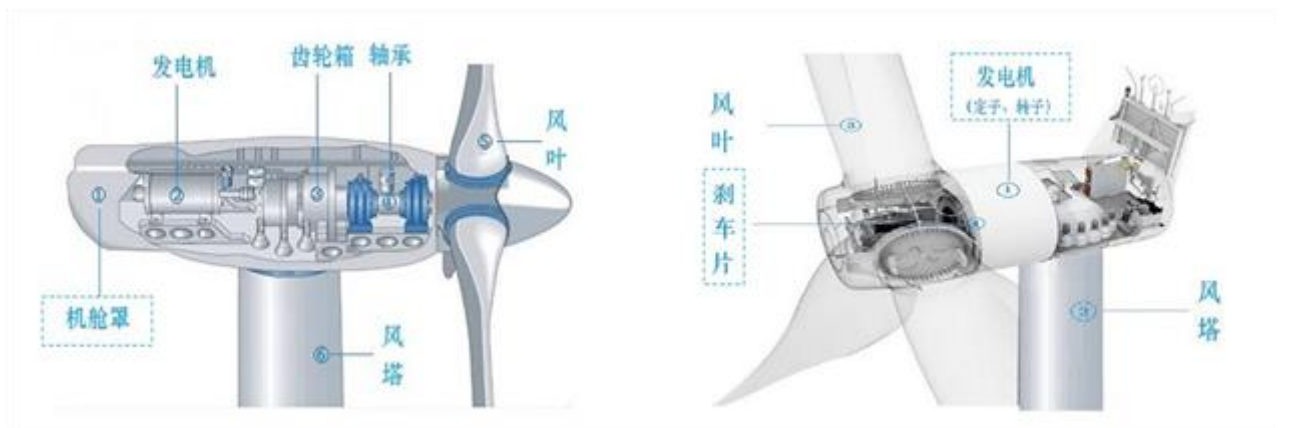
资料来源：GWEC，万联证券研究所

3 风电光伏齐发力，业务多点开花

3.1 钢结构积淀深厚，打造风电结构件龙头

专注风电钢结构件，技术实力出众。公司凭借在钢结构领域的多年积累，在风电钢结构件行业拥有较大的技术优势和丰富的经验。公司多年来深耕机舱罩、转子和定子类以及刹车盘等钢结构件，通过与西门子、上海电气、ENERCON GMBH、金风科技等国内外整机巨头建立良好的合作关系，公司在风电钢结构件领域龙头地位稳固。

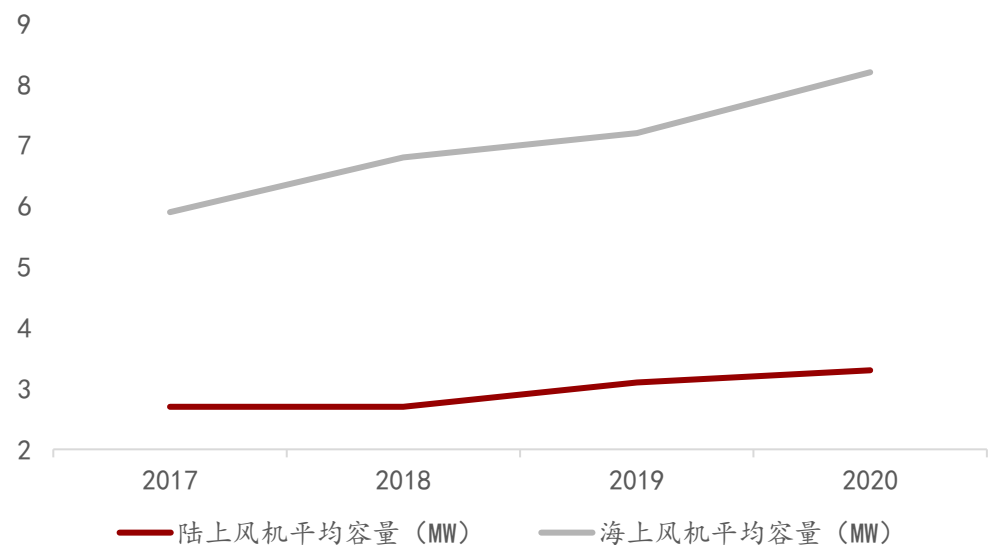
图表21:公司风电结构件主要产品



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

把握行业大趋势，布局大兆瓦零部件。近年来，风机大型化趋势明显，从欧洲装机数据来看，不论是陆上还是海上风机，单机兆瓦数均有明显的提升。公司抓住风机大兆瓦化的关键趋势，在20年适时提出新建8MW以上转子房产线。公司此前生产的转子房最大容量为8MW，未来补齐大功率零部件产能后，公司有望在未来海上大风机时代保持较强的竞争优势。

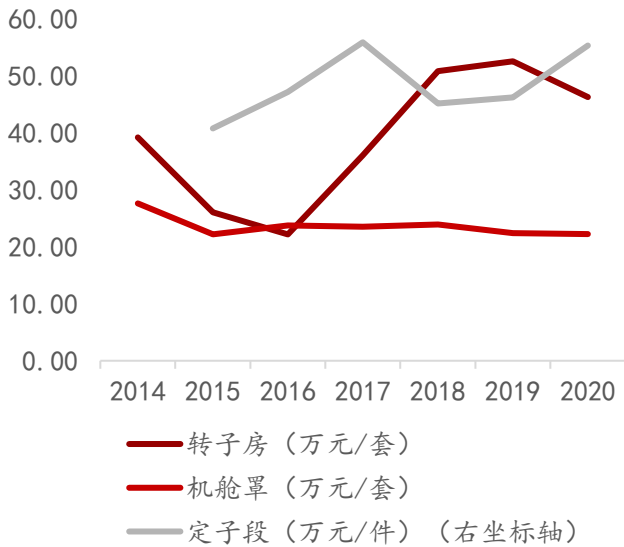
图表22:2017-2020 年欧洲风机平均单机容量变化 (MW)



资料来源：windEurope，万联证券研究所

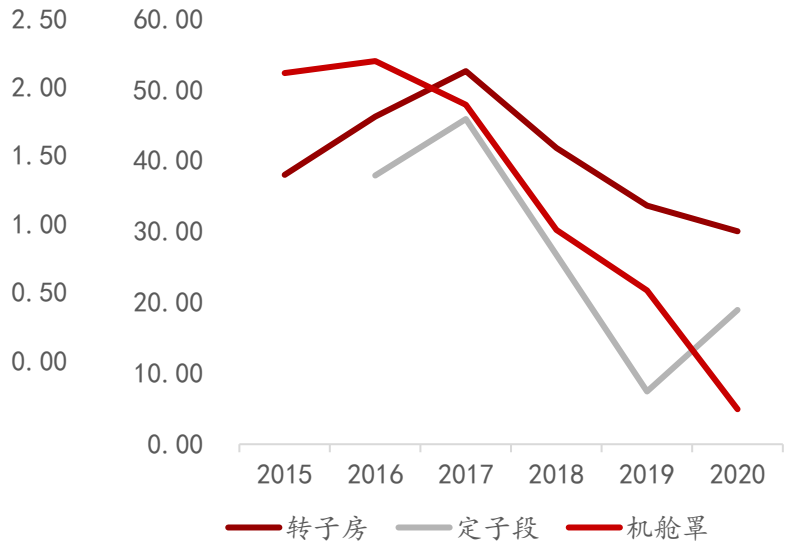
公司产品价格稳定，盈利水平有望迎来拐点。近年来，在下游降本压力的推动下，公司产品价格基本维持稳定，而上游原材料价格出现一定幅度的增长致使公司产品毛利率承压。尽管定子段和机舱罩的毛利率下降较多，但公司优势产品转子房依然维持较高的毛利率水平。我们认为，未来随着钢材价格回落，公司毛利率有望出现改善。

图表23:2014-2020 年公司风电钢结构件不含税价格（万元）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表24:2014-2020 年公司风电钢结构件产品毛利率（%）



资料来源: wind, 万联证券研究所

3.2 风电零部件外延式发展，持续丰富产品矩阵

收购上海底特，切入风电紧固件领域。公司在2019年成功收购上海底特，后者主营业务为精密紧固件。公司收购上海底特后，进一步扩大风电零部件业务范围，与既有业务形成协同效应。

图表25:风机各部分紧固件示意图



资料来源: 飞沃科技招股说明书, 万联证券研究所

风电紧固件拥有百亿市场规模。尽管业内对风电紧固件关注较少，但是其拥有超过百亿的市场。根据飞沃科技的测算，单个风机的紧固件总价值量超过30万元。我们按照GWEC对全球风电装机的预测，并假定平均单机容量按一定幅度提升，进而测算出总

风机数和紧固件的市场规模，未来五年，紧固件仍将保持百亿的市场空间。此外，QYResearch 的报告中提到2020年全球风电紧固件行业市场规模预计达18.03亿美元并预测到 2026 年将达到28.18亿美元。

图表26:单个风机需要的紧固件数量和价值量

项目	预埋螺套	叶片双头螺栓	塔筒螺栓	主机螺栓	锚栓组件
单机所需紧固件数量（支/套）	300	300	500	1300	1
单价（元/支，元/套）	110	60	60	60	180000
单机所需紧固件金额（万元）	3.3	1.8	3	7.8	18

资料来源：飞沃科技招股说明书，万联证券研究所

图表27:全球紧固件市场规模（亿元）

项目	2020 年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电装机量（GW）	93	87.5	81.1	90.5	98	112.2
单机容量（MW）	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3
估算全球新增装机数量（台）	37,200	33,654	30,037	32,321	33,793	37,400
紧固件需求（亿元）						
预埋螺套	8.59	7.77	6.94	7.47	7.81	8.64
叶片双头螺栓	6.70	6.06	5.41	5.82	6.08	6.73
塔筒螺栓	11.16	10.10	9.01	9.70	10.14	11.22
主机螺栓	29.02	26.25	23.43	25.21	26.36	29.17
锚栓组件	66.96	60.58	54.07	58.18	60.83	67.32
合计	122.43	110.75	98.85	106.37	111.21	123.08

资料来源：飞沃科技招股说明书，万联证券研究所

大风机时代来临，公司积极布局分瓣塔筒。在风电行业的降本趋势推动下，风机单机兆瓦数逐年提升，大机型、高风塔是行业未来的必然趋势。而公司精准把握行业动向，迅速行动，投入研发分瓣式塔筒，分瓣式塔筒具有可拆卸、运输方便、高度高、重量轻、等特点，能够解决未来大风机高风塔的运输难题。

图表28:Enercon 研发的分瓣式塔筒



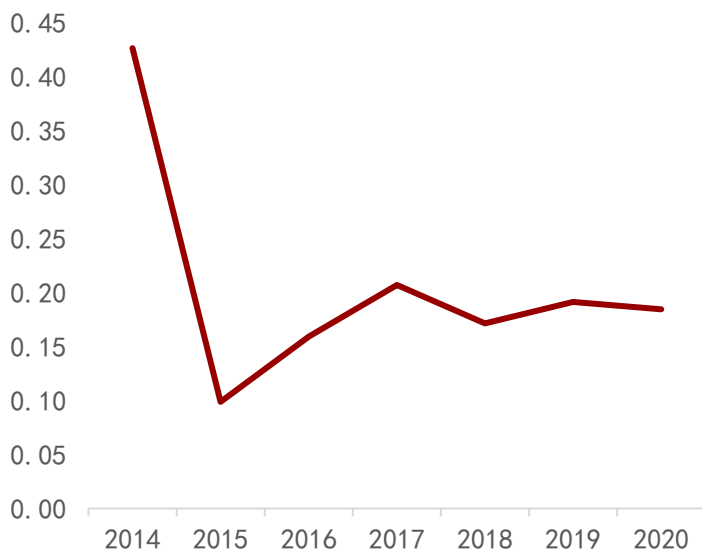
资料来源：Enercon，万联证券研究所

从供应商到集成解决方案提供商，公司为西门子提供发电机总装。公司与西门子歌美飒就3MW永磁直驱式风力发电机装配达成一致，振江股份将为西门子提供D3发电机的总装服务。通过多年来与西门子的合作，公司的产品质量得到客户的充分信赖，在此基础上，双方合作持续深化。此次D3发电机的总装业务有望为公司未来业务发展打开新的窗口，公司发电机组装业务未来可期。

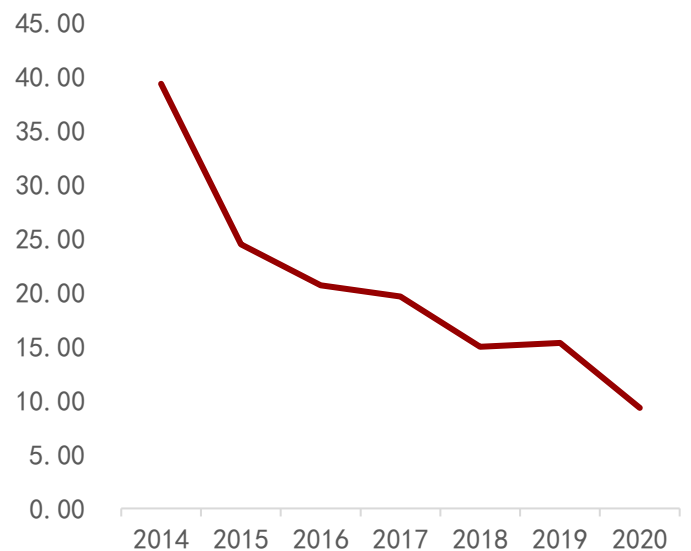
3.3 光伏支架稳定发展，长期空间可期

价格优势换取市场份额，产品价格优化提升盈利水平。公司光伏支架产品涵盖固定式以及跟踪支架，公司光伏支架产品的平均价格低于同行。通过低价产品，公司在光伏支架领域的市占率保持稳定。但近年来，公司持续发力跟踪支架产品，在业务毛利率持续下滑的情况下，未来公司有望通过提升跟踪支架的销售占比来提振毛利率，公司盈利水平有望得到改善。

图表29:2014-2020 年公司光伏支架平均价格(元/W)(不含税) 图表30:2014-2020 年公司光伏支架业务毛利率(%)



资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

4 盈利预测

4.1 关键假设

4.1.1 风电板块

钢结构件: 随着公司8MW以上转子房投产，公司钢结构件业务仍有一定增长空间。预计公司2021-2023年风电钢结构件收入分别为11.89/13.08/13.08亿元，毛利率分别为21.5%/20.5%/20%。

塔筒: 公司塔筒业务方兴未艾，未来仍有一定增长空间。预计公司2021-2023年塔筒收入分别为3.88/4.26/4.69亿元，毛利率分别为22%/22%/22.5%。

法兰：公司法兰业务占比较小，预计保持稳定。预计公司2021-2023年法兰收入分别为2.02/2.42/2.66亿元，毛利率分别为17%/17%/18%。

紧固件：受益于风电行业增长，公司紧固件业务发展空间较大。预计公司2021-2023年紧固件收入分别为2.96/4.74/7.11亿元，毛利率分别为17%/17%/18%。

海工平台：公司海工平台业务占比较小，预计保持稳定。预计公司2021-2023年海工平台收入分别为0.86/1.29/1.55亿元，毛利率分别为50%/55%/58%。

发电机总装：公司与西门子业务合作有望全面展开，未来仍有较大增长空间。预计公司2021-2023年发电机总装收入分别为2.5/8/8亿元，毛利率分别为25%/25%/25%。

光伏支架：公司光伏支架新产能投产后，出货量预计大幅增长。预计公司2021-2023年光伏支架收入分别为2.91/8.74/10.49亿元，毛利率分别为11%/12%/15%。

光热：公司光热业务占比较小，预计保持稳定。预计公司2021-2023年光热收入分别为0.69/0.82/0.99亿元，毛利率分别为18%/20%/20%。

其他业务：预计公司2021-2023年其他业务收入分别为3.09/15.43/23.15亿元，毛利率分别为15%/16%/16%。其他业务在22、23年高速增长的原因主要是公司连云港20万吨钢材切割中心预计22年建成投产，其运营模式为钢材采购、加工与销售，业务毛利率偏低。

图表31:公司各业务拆分（单位：亿元）

风电板块

钢结构件	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	554.40	566.04	1,188.68	1,307.55	1,307.55
YoY		2.1%	110.0%	10.0%	0.0%
营业成本	414.14	439.30	933.12	1,039.50	1,046.04
YoY		6.08%	112.41%	11.40%	0.63%
毛利率	25.30%	22.39%	21.50%	20.50%	20.00%
塔筒	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	84.7	149.1	387.56	426.31	468.94
YoY			160.0%	10.0%	10.0%
营业成本	75.8	114.9	302.29	332.52	363.43
YoY			163.21%	10.00%	9.29%
毛利率	10.41%	22.95%	22.00%	22.00%	22.50%
法兰	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入		67.2	201.66	241.99	266.19
YoY			200.0%	20.0%	10.0%
营业成本		54.6	167.38	200.85	218.28
YoY			206.44%	20.00%	8.67%
毛利率		18.74%	17.00%	17.00%	18.00%
紧固件	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	173.1	197.4	296.13	473.81	710.71
YoY			50.0%	60.0%	50.0%
营业成本	108.3	137.4	207.29	326.93	483.28
YoY			50.91%	57.71%	47.83%
毛利率	37.46%	30.42%	30.00%	31.00%	32.00%

海工平台	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入		34.4	86.00	129.00	154.80
YoY			150.0%	50.0%	20.0%
营业成本		17.5	43.00	58.05	65.02
YoY			146.28%	35.00%	12.00%
毛利率		49.24%	50.00%	55.00%	58.00%
发电机总装	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入			250.00	800.00	800.00
YoY				220.0%	0.0%
营业成本			187.50	600.00	600.00
YoY				220.00%	0.00%
毛利率			25.00%	25.00%	25.00%

光伏板块

支架	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	510.98	242.82	291.4	874.2	1,049.0
YoY		-52.5%	20.00%	200.00%	20.00%
营业成本	432.66	220.19	259.3	769.3	891.6
YoY		-49%	18%	197%	16%
毛利率	15.33%	9.32%	11.00%	12.00%	15.00%
光热	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	82.1	57.2	68.6	82.3	98.8
YoY			20.00%	20.00%	20.00%
营业成本	78.1	46.9	56.3	65.9	79.0
YoY			20%	17%	20%
毛利率	4.97%	18.00%	18.00%	20.00%	20.00%
其他业务	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	380.8	617.2	308.6	1,543.1	2,314.6
YoY		62.1%	-50.00%	400.00%	50.00%
营业成本	330.1	522.1	262.3	1,296.2	1,944.2
YoY		58%	-50%	394%	50%
毛利率	13.31%	15.41%	15.00%	16.00%	16.00%

资料来源：万联证券研究所 注：黄色底纹为预测内容

4.2 盈利预测

基于以上假设，预计公司2021-2023年营业收入分别为30.79/58.78/71.71亿元，归母净利润分别为2.06/3.65/4.92亿元，EPS分别为1.62/2.88/3.88元/股。首次覆盖给予增持评级，根据风电零部件企业估值，按21年19倍PE，给予6个月目标价30.79元/股。

5 风险提示

风电、光伏行业政策不及预期；全球风电、光伏装机不及预期；公司产能释放不及预期；公司产品竞争恶化导致盈利水平下降。

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1931	3079	5878	7171
%同比增速	8%	59%	91%	22%
营业成本	1553	2418	4689	5691
毛利	379	660	1189	1480
%营业收入	20%	21%	20%	21%
税金及附加	13	18	36	44
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	22	68	123	143
%营业收入	1%	2%	2%	2%
管理费用	64	108	194	222
%营业收入	3%	4%	3%	3%
研发费用	71	108	206	237
%营业收入	4%	4%	4%	3%
财务费用	86	107	184	232
%营业收入	4%	3%	3%	3%
资产减值损失	-16	0	0	0
信用减值损失	5	0	0	0
其他收益	10	3	6	7
投资收益	7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	134	255	453	609
%营业收入	7%	8%	8%	8%
营业外收支	-80	0	0	0
利润总额	53	255	453	609
%营业收入	3%	8%	8%	8%
所得税费用	-3	38	68	91
净利润	57	216	385	518
%营业收入	3%	7%	7%	7%
归属于母公司的净利润	67	206	365	492
%同比增速	80%	205%	78%	35%
少数股东损益	-11	11	19	26
EPS（元/股）	0.53	1.62	2.88	3.88

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.53	1.62	2.88	3.88
BVPS	11.28	14.41	20.06	26.08
PE	48.70	15.96	8.98	6.67
PEG	0.56	0.08	0.12	0.19
PB	2.29	1.79	1.29	0.99
EV/EBITDA	10.91	7.89	5.99	4.38
ROE	5%	11%	14%	15%
ROIC	9%	6%	8%	9%

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	324	2000	2000	3000
交易性金融资产	7	7	7	7
应收票据及应收账款	330	892	1466	1692
存货	574	962	1796	2195
预付款项	119	169	309	392
合同资产	37	29	65	85
其他流动资产	247	265	340	378
流动资产合计	1638	4323	5983	7749
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	1469	1667	2101	2424
在建工程	139	239	439	339
无形资产	133	173	208	228
商誉	97	97	97	97
递延所得税资产	46	46	46	46
其他非流动资产	39	39	39	39
资产总计	3575	6599	8927	10936
短期借款	835	2898	3143	3835
应付票据及应付账款	365	637	1204	1453
预收账款	11	127	136	188
合同负债	206	160	362	471
应付职工薪酬	10	25	48	55
应交税费	19	24	46	58
其他流动负债	1114	3368	3638	4428
流动负债合计	1725	4341	5433	6654
长期借款	62	62	562	562
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	4	4	4	4
其他非流动负债	318	318	318	318
负债合计	2109	4725	6317	7538
归属于母公司的所有者权益	1431	1828	2545	3308
少数股东权益	34	45	64	90
股东权益	1466	1873	2609	3398
负债及股东权益	3575	6599	8927	10936

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	395	80	11	813
投资	-29	0	0	0
资本性支出	-223	-350	-550	-250
其他	14	0	0	0
投资活动现金流净额	-238	-350	-550	-250
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	1172	2063	745	692
筹资成本	-78	-117	-206	-254
其他	-1248	0	0	0
筹资活动现金流净额	-154	1946	539	437
现金净流量	0	1676	0	1000

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场