

追“风”逐“光”，风电与光伏零部件领先企业

振江股份首次覆盖报告

太平洋证券研究院 新能源团队 刘强

执业资格证书登记编号：S1190522080001

2023年4月16日

报告摘要

公司聚焦风电光伏零部件生产，随新能源行业发展而成长。公司多年来围绕风电和光伏行业进行业务布局，主要产品为定子段、转子房、机舱罩、塔筒等风电设备零部件，光伏支架，以及紧固件等。随着风电和光伏行业快速发展，公司业绩实现快速增长，2017-2021年营收复合增长率达24.12%。未来随着风电和光伏行业的持续高景气，以及大客户订单释放，预计公司业绩仍将保持较快增长。

全球能源转型大背景下，风光发展前景广阔。为应对全球气候变化问题，各国纷纷出台绿色转型财政拨款、构建新型能源体系等，政策向新能源倾斜，为风电光伏持续快速发展提供重要政策支持。根据2022年近100GW的招标规模，预计2023年国内风电新增装机规模有望达到80GW以上，同比增加60%。根据GWEC预测，欧洲2023-2027年风电新增装机有望达到100GW左右，年均新增装机近20GW。**全球光伏维持高景气，支架需求旺盛。**全球光伏装机容量自2010年以来保持高增长率，复合增长率达28.83%。预计2023-2025年全球新增装机分别为340/410/500GW，CAGR为25.99%。预计2023-2025年国内新增装机分别为123/148/178GW，CAGR为25.34%。支架作为光伏发电系统的重要支柱将随着光伏装机的增长保持旺盛需求。

优质客户资源&“两海”战略&新业务拓展助力公司未来快速成长。1) 优质客户资源提供业绩增长重要支撑，多年来公司快速响应客户需求增加客户黏性，与西门子歌美飒、GE、金风科技、ATI、NEXTracker、阳光电源等国内外风电光伏领域龙头企业建立良好合作关系，优质的客户资源有力支撑了业绩增长；2) 公司积极布局“两海”战略，公司海外营收长期保持50%以上的高占比，未来有望继续借助西门子歌美飒、ATI、NEXTracker等优质客户资源推动海外业务持续成长；同时公司主要风电客户西门子歌美飒和电气风电为国内外海上风机龙头，公司生产的直驱机型定转子等风电设备零部件一直受到客户青睐，未来随着全球海风快速发展，其风电设备有望持续贡献较好业绩。

盈利预测与投资建议：随着风电和光伏行业的快速发展，我们预计2022-2024年，公司营收分别为27.61亿元、40.92亿元、54.53亿元，同比增速分别为13.86%、48.24%、33.25%；归母净利润分别为0.79亿元、3.02亿元、3.99亿元，同比增速分别为-55.79%、281.35%、31.95%；EPS分别为0.56/2.12/2.79元，当前股价对应PE分别为63/17/13倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：风电/光伏装机规模不及预期、相关政策推进不及预期、原材料价格大幅波动

目录 Contents

- 1 追“风”逐“光”，风电定转子与光伏支架领先企业
- 2 全球能源转型大背景下，风光发展前景广阔
- 3 围绕新能源主线多点布局，多重优势共筑深厚壁垒
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

1.1 从弱到强，找准定位打造核心优势

公司致力于钢构件产品的设计、生产与销售，逐步成为风电光伏零部件领先企业。江苏振江新能源装备股份有限公司成立于2004年，成立以来深耕钢构件设计、生产与销售，具备先进的钢构件生产技术，是国内风电、光伏发电设备钢构件的领先企业。公司是经江苏省科学技术厅、江苏省财政局、江苏省国家税务局和江苏省地方税务局联合认定的高新技术企业，已连续多年入围全球新能源企业500强。

公司经过多年摸索，逐步明确风光发展路径。公司从成立至今，经历了四个发展阶段，从机械钢结构的加工到风电、光伏设备零部件加工，振江股份围绕技术与客户优势结合市场需求确定发展方向，围绕风光主线不断拓展。

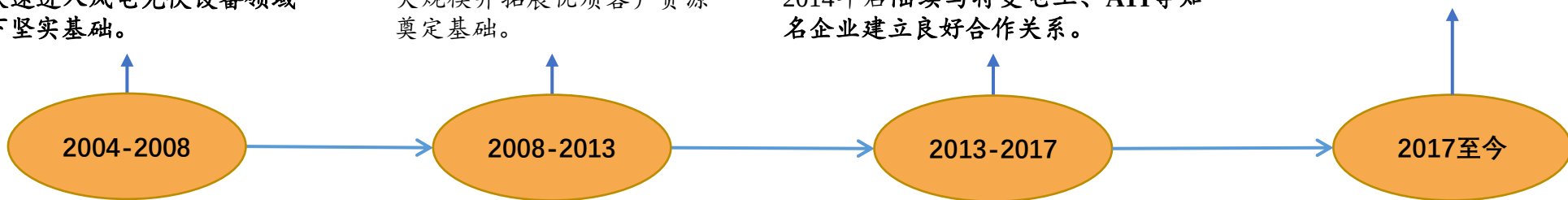
图1：公司经过多年摸索，逐步明确风光发展路径

2004年创立江阴市振江钢结构有限公司，主要从事港口机械、矿山机械钢构件的生产与加工，围绕钢构件形成较为成熟的工艺设计与生产能力、技术人员培养和质量控制体系，为快速进入风电光伏设备领域打下坚实基础。

公司进入风电设备市场，集中资源开发前景广阔的风电设备产品，产出风电定转子产品并陆续销出，不断增加资本投入建设风电设备产品生产厂区并扩大产能，为扩大规模并拓展优质客户资源奠定基础。

2013年取得无锡机械控制权，实现与Siemens集团的直接合作，并以此为起点不断扩展包括上海电气、金风科技等国内外优质客户。同时，公司开始布局光伏业务，开发生产出光伏设备零部件以及追踪式光伏支架，并于2014年后陆续与特变电工、ATI等知名企业建立良好合作关系。

2017年上市后，积极推进新产品开发与业务拓展，先后于收购海工船业务和紧固件业务，两项新业务的高毛利率为企业带来新的盈利增长点。



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.1 从弱到强，找准定位打造核心优势

公司围绕风电、光伏和紧固件三条主线开展业务。公司风电业务涵盖风电零部件的生产与销售、风机总装以及海工船租赁，风电设备产品是公司最主要的收入来源，主要产品包括定子段、转子房、机舱罩、塔筒等；光伏业务的主要产品包括固定支架、可调节支架以及追踪式支架等光伏设备产品和光热设备产品；紧固件业务主要为重卡、风电、光伏行业提供具有防松性能的高品质紧固件。

公司产品较为多元化，围绕大客户需求布局产品与产能。公司生产的新能源发电设备钢结构件属于发电系统的基础装备，长期在较为恶劣的环境下运行，对质量和寿命要求均较高。公司明确新能源发展路线后，以直销模式锁定订单，通过以销定产模式进行生产，凭借多年来形成的成熟技术开发与工艺设计、完整的质量控制体系，在满足客户个性化需求的同时，形成了高质量的优势。

图2：公司风电、光伏设备产品较为多元化

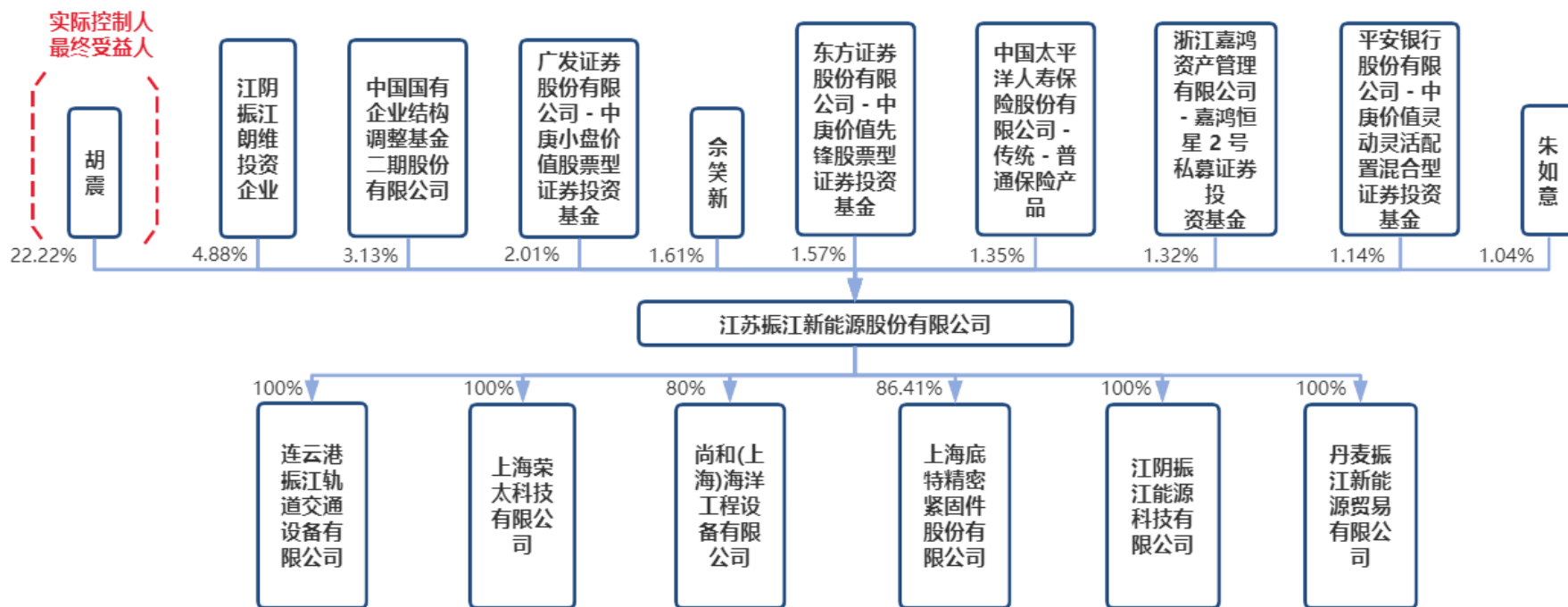


资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

1.2 股权结构稳定，创始人始终保持实控人地位

公司股权结构稳定，创始人始终保持实控人地位。自成立以来，为扩大生产规模，公司先后进行多次增资，但公司第一大股东始终维持其实控人地位，公司股权结构稳定。截至2023年1月，公司前十大股东持股比例超40%，胡震先生直接持有公司22.22%的股份，为公司控股股东和实际控制人。

图3：公司股权较为集中

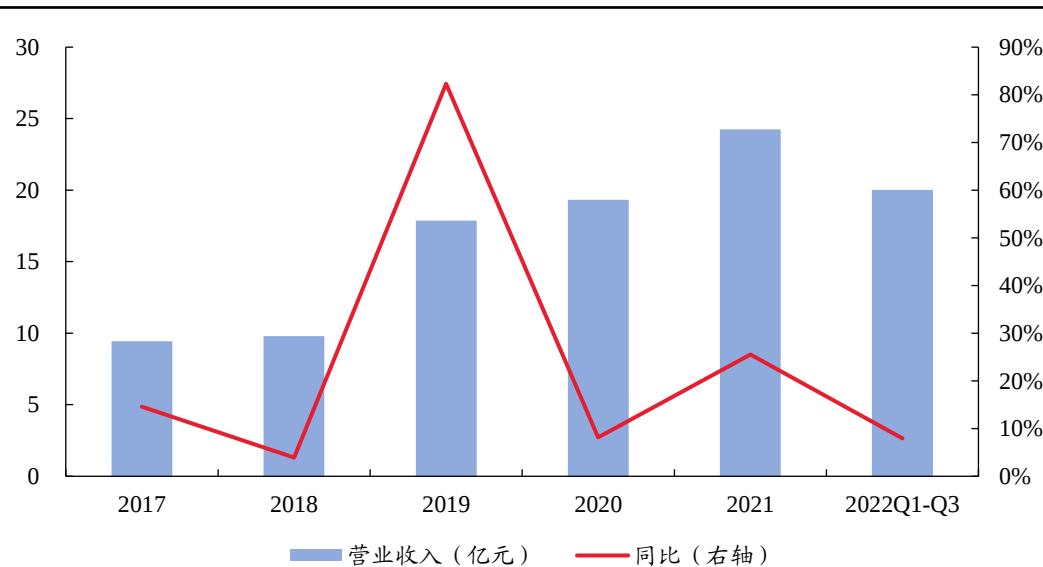


资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.3 多线业务协同发展，业绩实现稳步增长

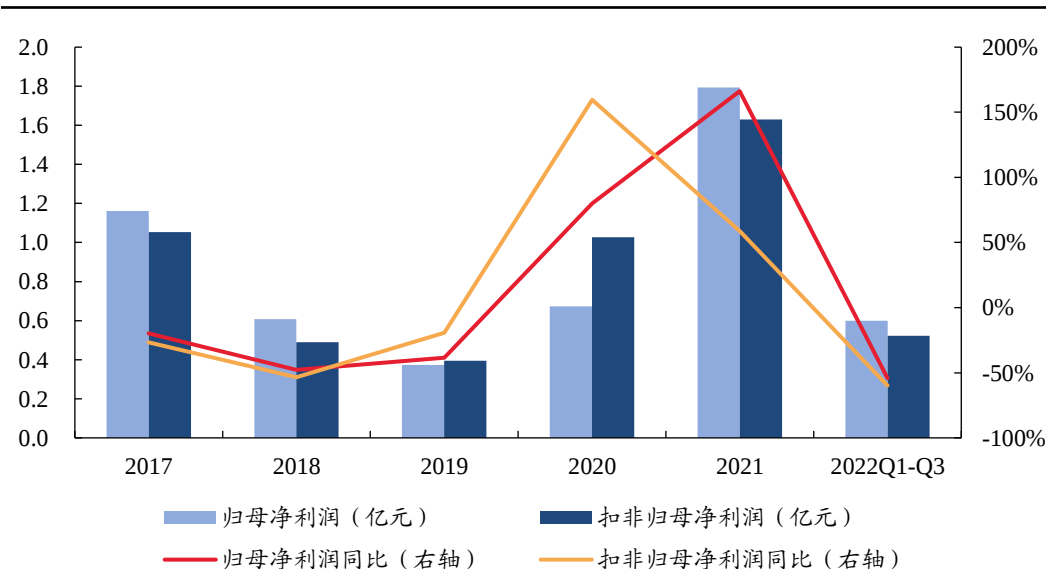
近年来营业收入、净利润保持逐年增长。受益于风电和光伏行业快速发展，公司营业收入2017-2021的年均复合增速达到24.12%，2022年前三季度营收同比增长7.93%。公司归母净利润与扣非归母净利润逐年增加，2021年归母净利润同比增幅超过160%。2022年前三季度由于受到原材料价格处于高位、欧元汇率大幅贬值等因素影响，公司归母净利润与扣非归母净利润均出现了较大下滑。

图4：公司营业收入稳步增长



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图5：2017-2021净利润保持较高增速



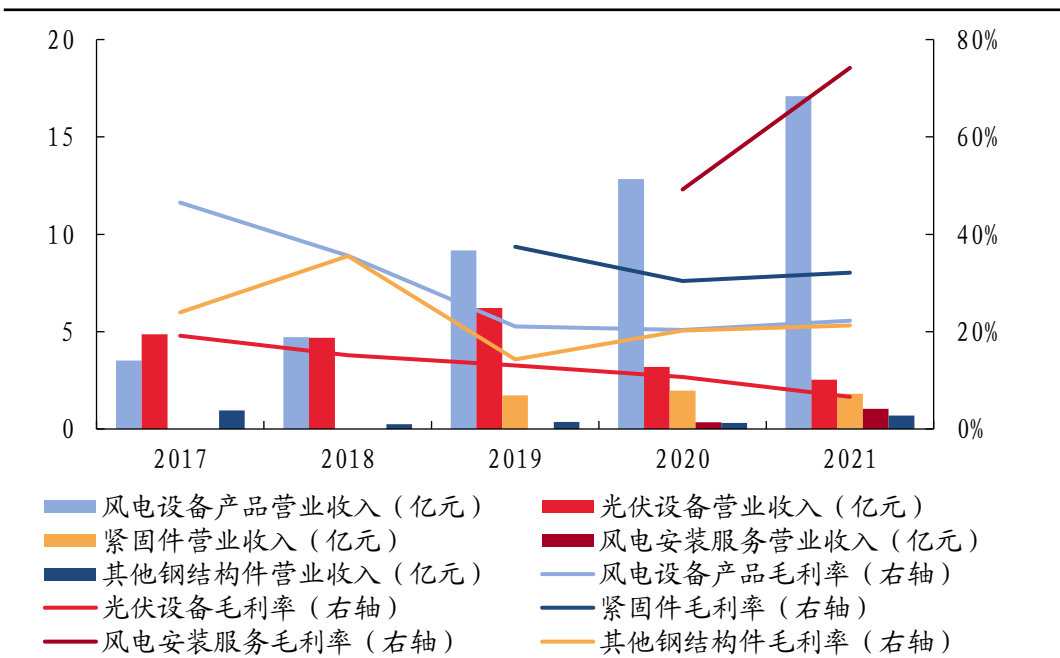
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

1.3 多线业务协同发展，业绩实现稳步增长

公司不断扩展新能源领域业务线，推动业绩稳步增长。一方面，风电设备产品为公司提供了稳定增长的收入来源，近五年复合增长率达到68.48%。另一方面，紧固件业务毛利率超过30%、海工船业务毛利率达75%；新拓展业务为公司提供了高水平毛利率，为公司业绩带来了新的优质增长点。

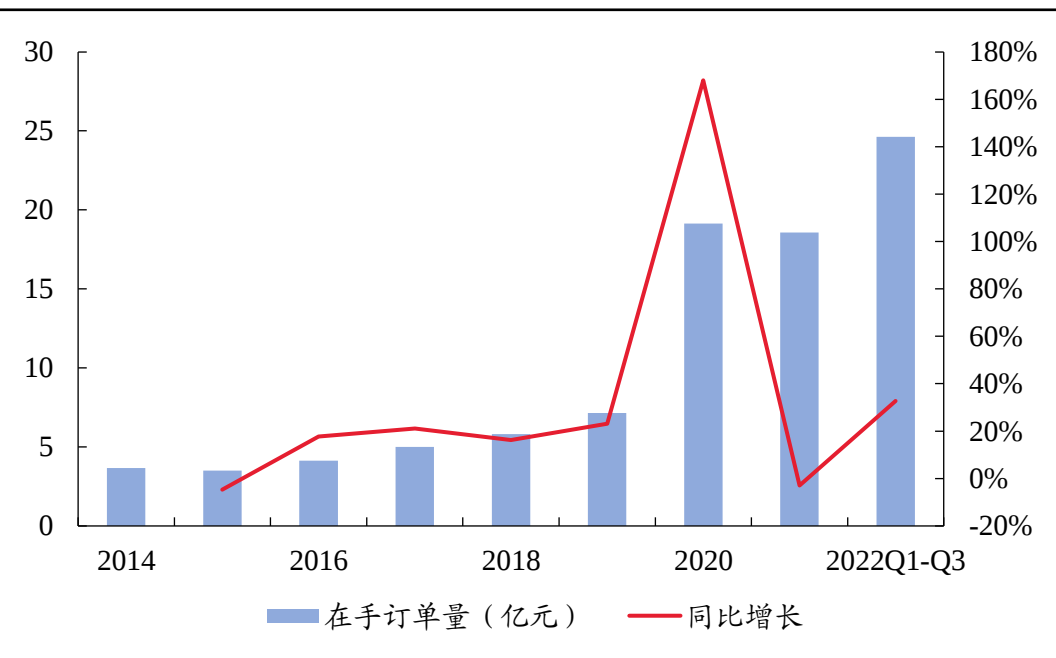
公司在手订单量近年来快速增长。受益于公司优质的客户资源与自身成熟的生产技艺，公司近年来在手订单量持续增长，2022年第三季度在手订单量超25亿元，再创新高，为未来业绩保持较高增速奠定了基础。

图6：公司不断拓展业务领域



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图7：公司在手订单量稳步增长



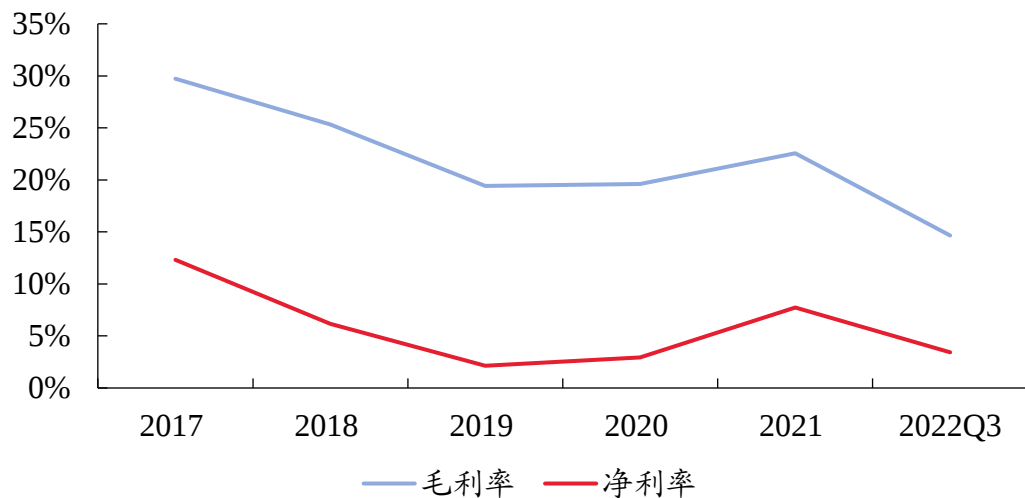
资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

1.3 多线业务协同发展，业绩实现稳步增长

受多重因素影响，毛利率呈小幅波动下降。2017-2019年，受固定资产投入增加、产线调配整合等因素影响，毛利率和净利率出现下滑；2020-2021年，受规模效益和产品结构优化的影响，营业成本增速小于营业收入增速，毛利率和净利率有所提升；2022年前三季度，受到原材料价格上涨、欧元汇率大幅贬值等因素影响，产品成本同比上升，毛利率和净利率出现明显下降。

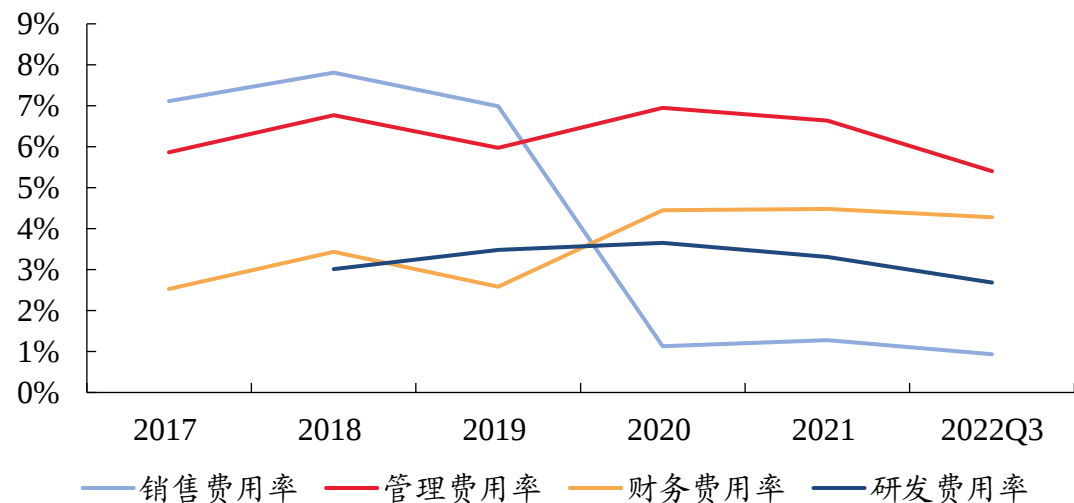
期间费用率总体呈下降趋势，降本增效成果明显。公司近年来各项费用率均有所下降并维持在较低水平，2022前三季度期间费用率为13.29%，同比-3.14pct。其中，2020年销售费用率由于收入准则变更大幅下降，近年来持续维持在1%-2%的低水平。

图8：毛利率与净利率小幅下降



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图9：期间费用率呈下降趋势

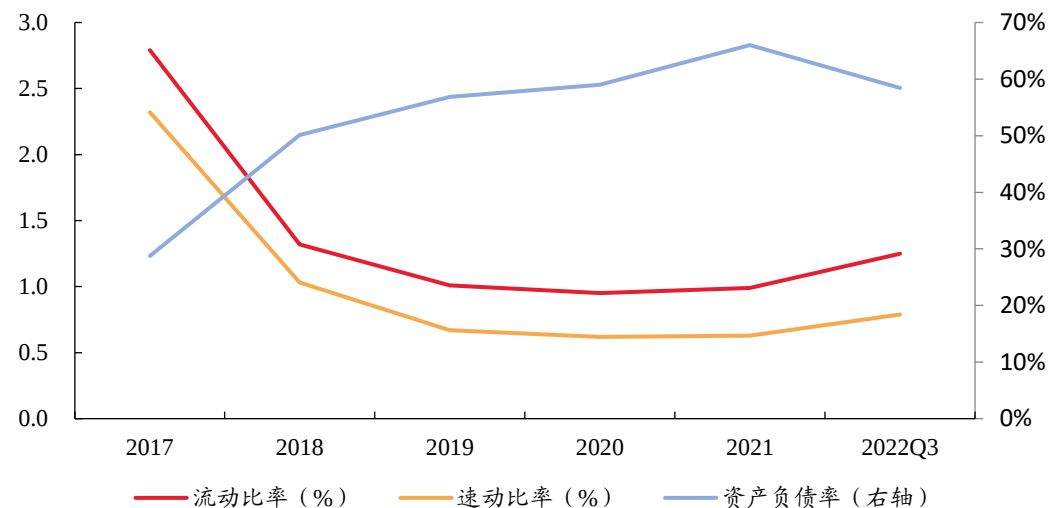


资料来源：Wind、太平洋研究院整理

1.4 公司偿债能力处于合理水平，应收账款回收速度加快

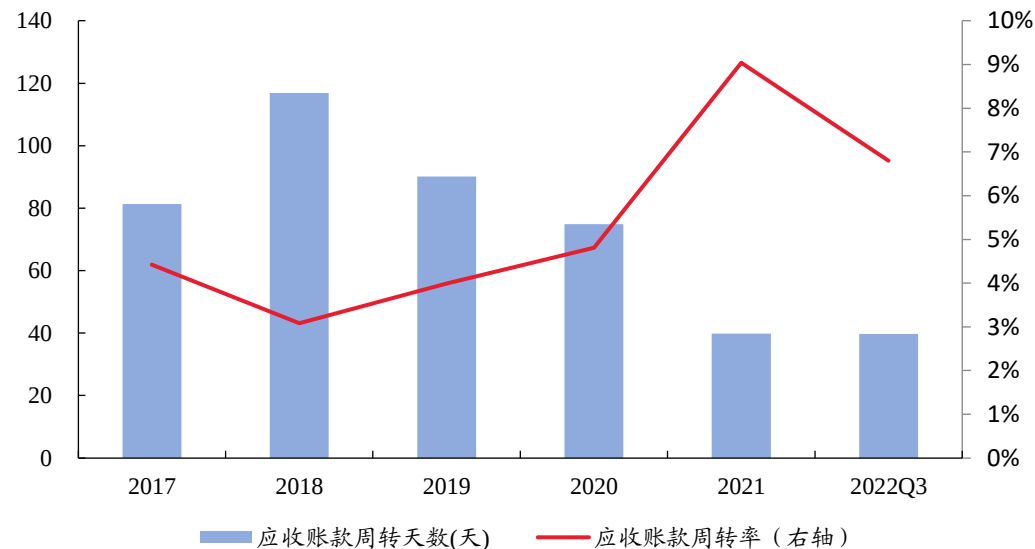
资产结构相对合理，应收账款回收能力增强。公司资产负债率2018年小幅上涨后，近年来大体保持在50%-60%之间；流动比率与速动比率2018年明显下降后近年来小幅上升。公司偿债能力处于合理水平，整体可控。公司应收账款周转天数自2018年以来逐年减少，应收账款周转率大体呈提高趋势，公司应收账款回收能力明显增强。

图10：公司资产负债结构合理



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图11：应收账款周转率明显提升



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 追“风”逐“光”，风电定转子与光伏支架领先企业
- 2 全球能源转型大背景下，风光发展前景广阔
- 3 围绕新能源主线多点布局，多重优势共筑深厚壁垒
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

2.1 碳减排目标驱动，国内外风电持续高景气

各国政策向新能源倾斜，推动全球新能源发电实现高增长。为应对全球气候变化问题，各国各地区纷纷出台相关政策，为全球风电维持高景气度提供有力政策支持。

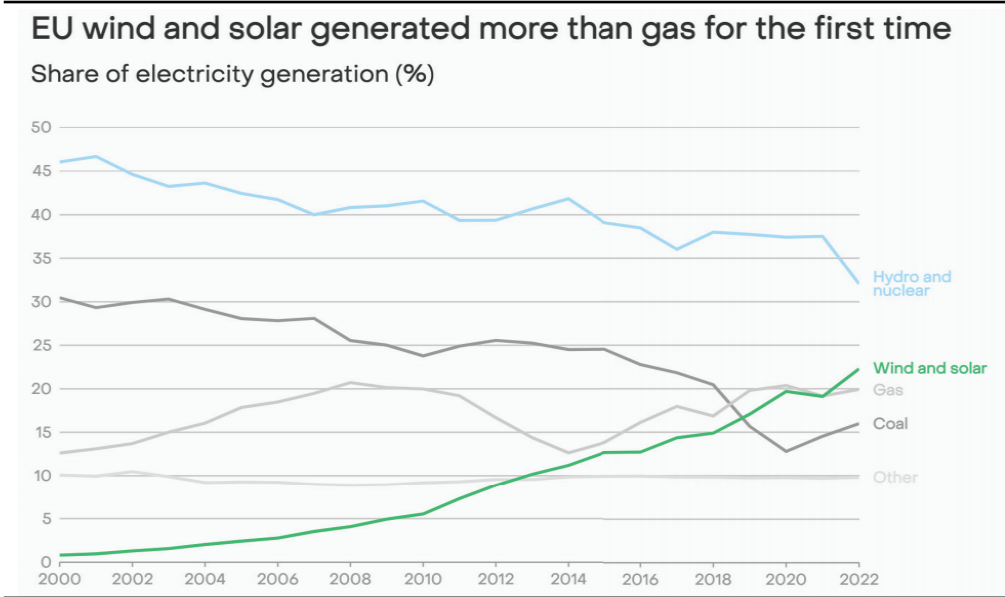
能源危机推动欧盟加速其电力转型，大规模推广清洁能源。Ember 2023年1月31日发布的报告显示，2022年欧盟风能和太阳能发电量占欧盟整体发电量超五分之一（22%），首次超过天然气发电量（20%），并且高于煤炭发电（16%）。

表1：各国陆续出台推动能源转型政策文件

国家或地区	相关政策文件	时间	与能源相关内容
中国	二十大报告	2022	深入推进能源革命，加快规划建设新型能源体系，积极参与应对气候变化全球治理。
美国	通胀削减法案（ARI法案）	2022	明确将提供3690亿美元补贴用于促进太阳能、风能以及其他新能源产业的发展。
欧盟	欧盟绿色协议工业计划	2023	计划将从现有欧盟基金中拨款2500亿欧元（2720亿美元）用于工业绿色转型，以此为实现零碳排放至关重要的行业创造有利条件。
日本	以实现绿色转型为目标的基本方针	2023	明确要最大限度利用可再生能源与核能，计划今后10年发行20万亿日元新国债以支持企业脱碳投资。

资料来源：中国能源新闻网、太平洋研究院整理

图12：2022欧盟风光发电量首次超过天然气发电量

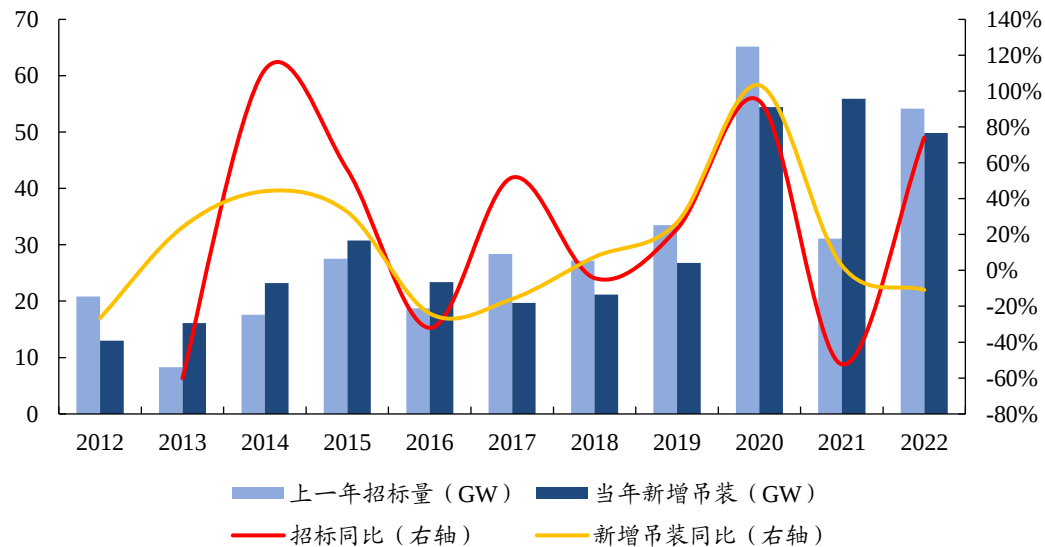


资料来源：EMBER、太平洋研究院整理

2.1 碳减排目标驱动，国内外风电持续高景气

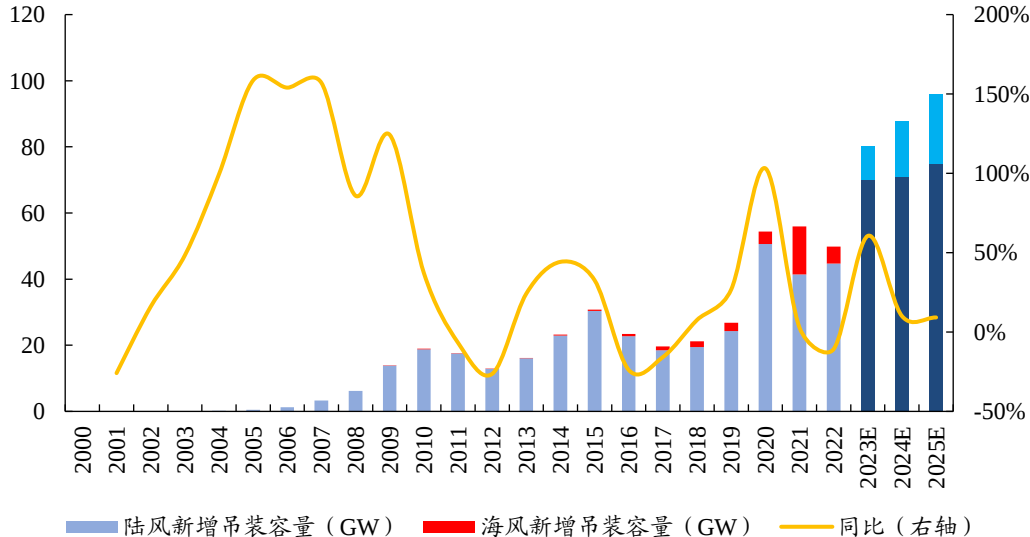
2023年国内风电新增装机将实现高增。一般风电项目风机的交付期为一年左右，上一年的风机招标量基本决定了当年新增装机规模。根据2022年近100GW的招标规模，预计2023年国内风电新增装机规模有望达到80GW以上，同比增加60%；其中陆上70GW左右，同比+50%，海上10GW左右，同比增加100%。

图13：风电新增装机滞后招标一年左右



资料来源：金风科技业绩演示材料、CWEA、太平洋研究院整理

图14：2023年风电新增装机将实现高增

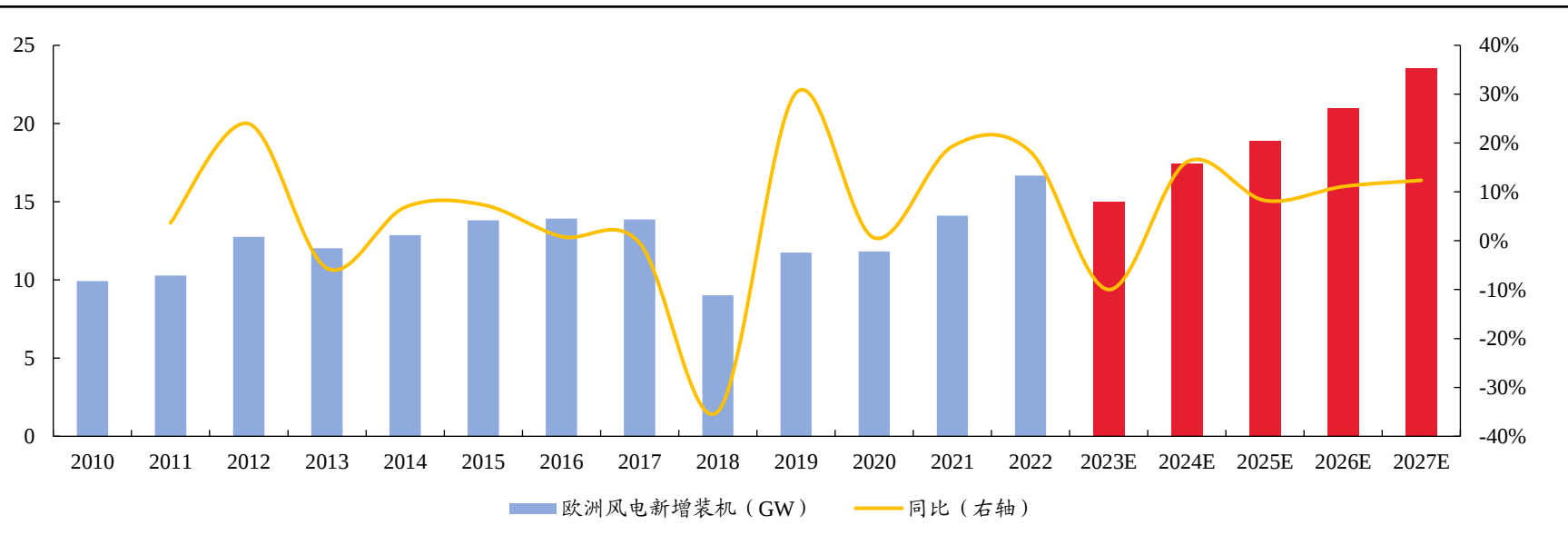


资料来源：CWEA、太平洋研究院整理

2.1 碳减排目标驱动，国内外风电持续高景气

欧洲风电实现平稳发展。欧洲作为最早发展风电的地区，其市场和技术已经非常成熟，目前已经进入相对平稳的发展期；根据GWEC预测，欧洲2023-2027年风电新增装机有望达到100GW左右，年均新增装机近20GW。

图15：未来5年欧洲风电新增装机预计达到100GW左右



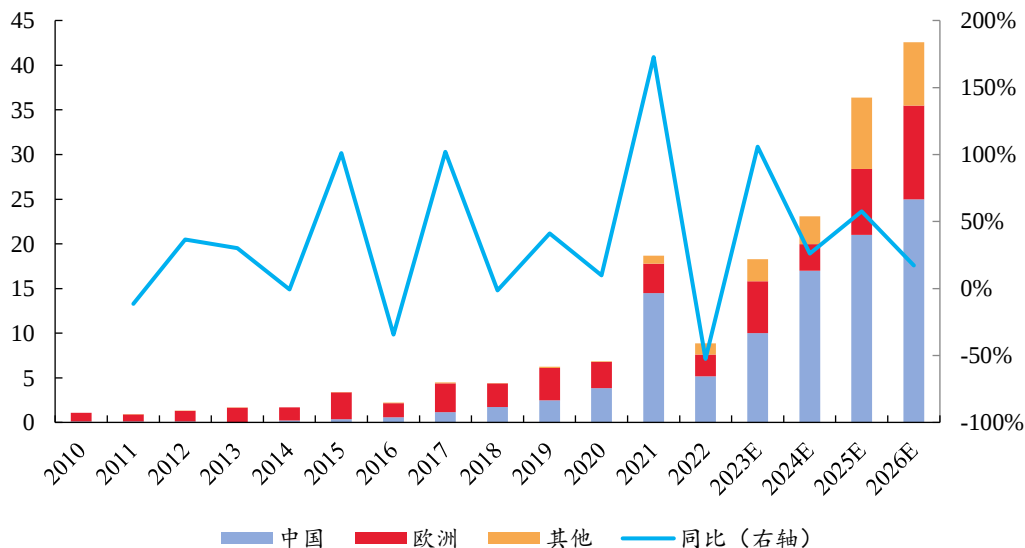
资料来源：GWEC、太平洋研究院整理

2.2 中美欧等加码海风开发，全球海风具备高成长性

欧美等加码海风开发，全球未来装机可观。在“碳中和”和俄乌冲突导致欧洲能源危机背景下，欧洲、东南亚、美国等地区和国家都在加大海风电资源的开发。结合GWEC数据，预计2023-2026年，全球海上风电新增装机规模分别为18GW、23GW、36GW、43GW，2023-2026年均复合增速为48%。

我国海上风电2023年将开启中长期向上周期。基于各省“十四五”海风规划并网规模和目前招标情况，我们预计2023-2026年我国海风新增装机分别为10GW、17GW、21GW、25GW，2023-2026同比增速分别为100%、70%、24%、19%。

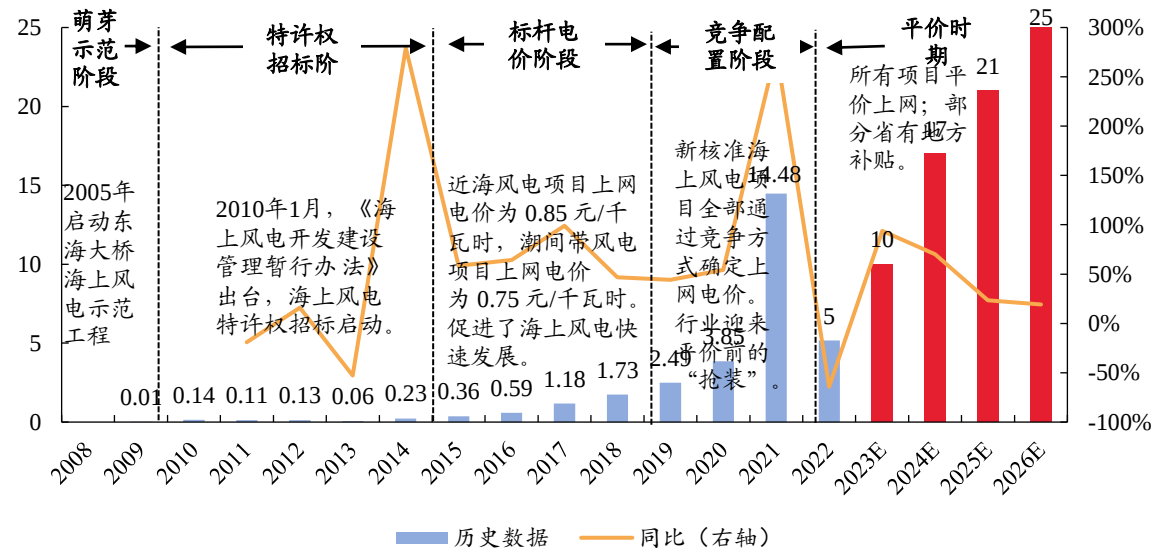
图16：全球海上风电未来装机可观



资料来源：GWEC、CWEA、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图17：2023年起国内海风开启中长期向上周期



资料来源：CWEA、太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

2.2 中美欧等加码海风开发，全球海风具备高成长性

欧洲是海上风电的发展先驱，海风目前已经全面实现平价。全球海上风电已经发展了近30年，其中前20年主要在欧洲。根据GWEC数据，2021年，欧洲海上风电新增装机3.32GW，累计装机达到28GW。根据IRENA发布的2021年可再生能源成本报告，2021年欧洲海上风电度电成本为0.065美元/kWh，折合约为0.4-0.45元/kWh；此外，欧洲计划在2024-2025年建成投运的海风项目电价基本都在0.4元/kWh以下，已经全面实现平价。

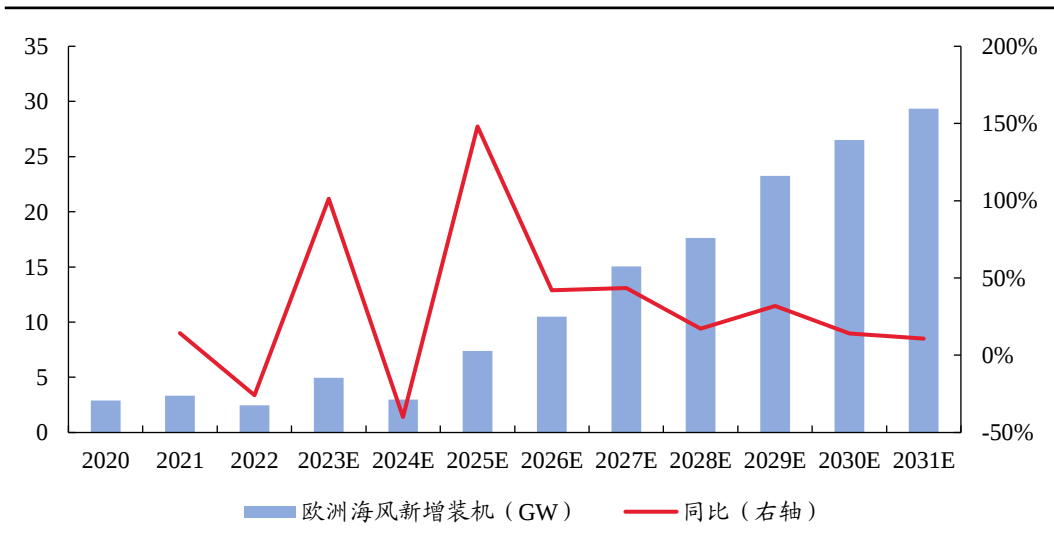
欧洲海上风电未来装机可观。根据GWEC的预测，2023-2031年欧洲海上风电新增装机将近140GW，CAGR为32%。

图18：欧洲海上风电已经实现平价

	2010			2021		
	5 th percentile	Weighted average	95 th percentile	5 th percentile	Weighted average	95 th percentile
	(2021 USD/kW)					
Asia	0.127	0.187	0.219	0.069	0.083	0.112
China	0.119	0.178	0.196	0.064	0.079	0.103
Japan	0.187	0.187	0.187	0.184	0.196	0.212
Republic of Korea*	n.a.	n.a.	n.a.	0.133*	0.180*	0.227*
Europe	0.127	0.163	0.297	0.051	0.065	0.140
Belgium*	0.226	0.226	0.226	0.082*	0.083*	0.086*
Denmark	0.108	0.108	0.108	0.041	0.041	0.041
Germany*	0.177	0.179	0.186	0.080*	0.081*	0.083*
Netherlands	n.a.	n.a.	n.a.	0.048	0.059	0.128
United Kingdom	0.201	0.210	0.217	0.049	0.054	0.092

资料来源：IRENA、太平洋研究院整理

图19：欧洲海上风电未来新增装机可观



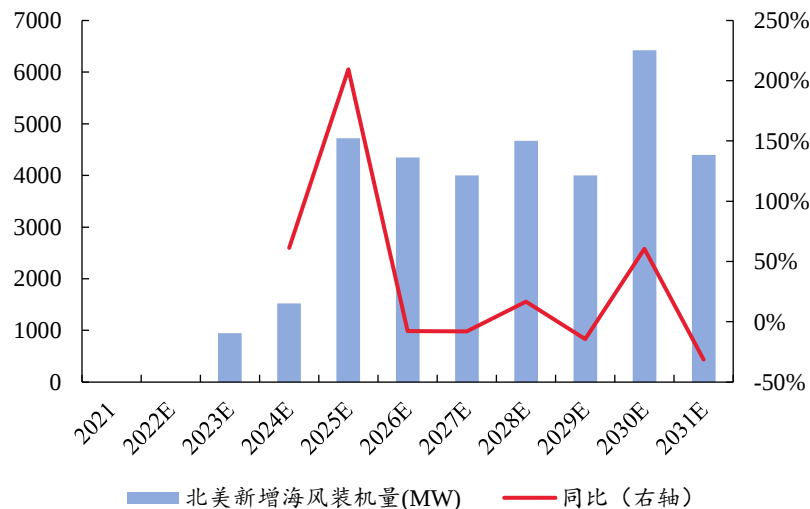
资料来源：GWEC、太平洋研究院整理

2.2 中美欧等加码海风开发，全球海风具备高成长性

美国政策助力海风发展，未来10年装机量超35GW。2022年初，美国能源部发布《海上风能战略》，规划到2030、2050年海上风电累计装机规模将达30GW、110GW。2022年8月，美国政府通过《2022年通胀削减法案》，法案恢复此前对海风的30%减免，减免旨在帮助项目开发商降低成本。此外，根据GWEC数据，预计2022-2031年，美国海上风电累计新增装机容量为35.03GW，年均新增超3.50GW，规模较为可观。

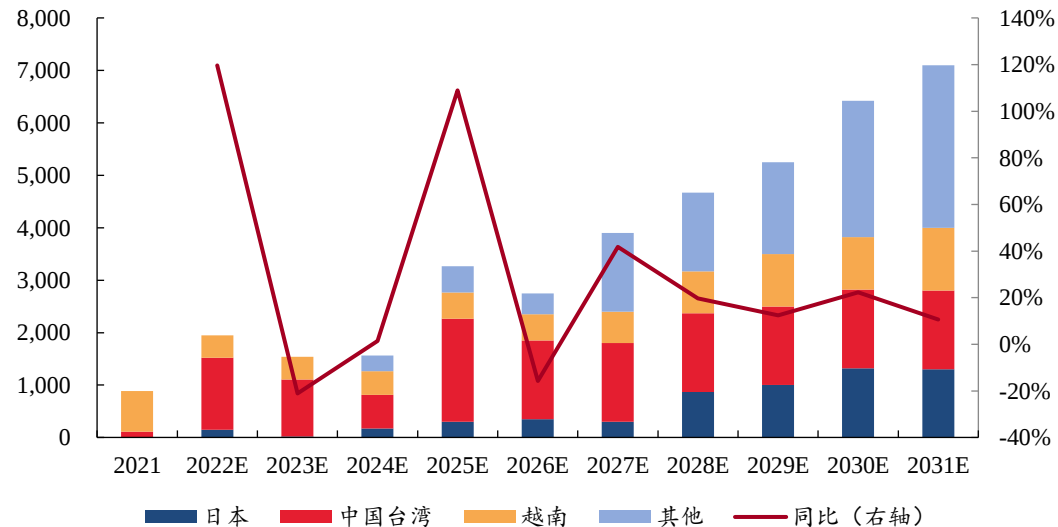
亚洲地区加大海风布局，长远发展空间可观。根据GWEC预测，2022-2031年亚洲地区（不含中国大陆）新增海风装机量达38.4GW，CAGR为23%。

图20：美国海上风电未来新增装机可观



资料来源：GWEC、太平洋研究院整理

图21：亚洲其他地区（除中国）大力布局海上风电



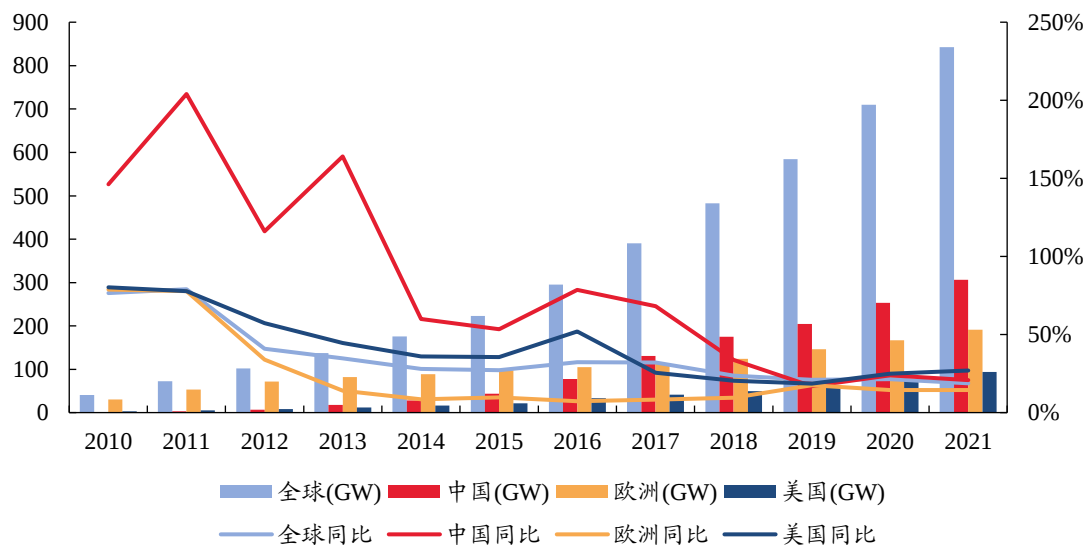
资料来源：GWEC、太平洋研究院整理

2.3 全球光伏维持高景气，支架需求旺盛

全球光伏装机容量自2010年以来保持高增长率，复合增长率达28.83%。中国长期保持较高增速，2010年至2021年复合增长率达到60.85%，2017年超越欧洲居于全球光伏装机容量首位。美国光伏装机容量近三年同比增速超过中国，受益于ARI法案，预计未来美国光伏将维持高增长。

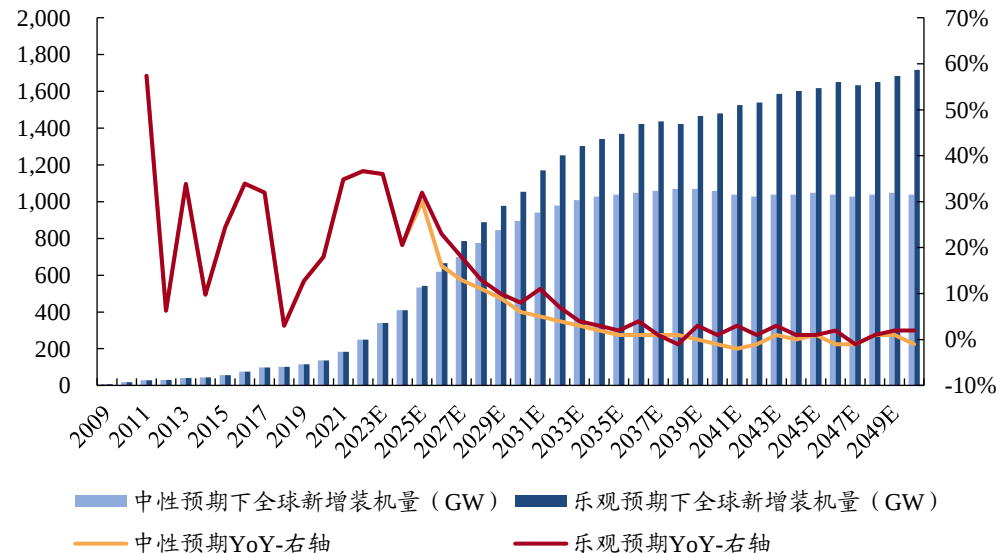
全球光伏新增装机量有望维持高水平。中性情况下，2030年后，每年新增装机达到925GW，同时随着配套产业链完善，后续每年新增装机稳定在960GW左右。乐观情况下，2030年后，每年新增装机能达到1000GW，同时随着技术不断突破，每年新增装机持续增长，2050年新增装机超过1500GW。

图22：全球光伏装机容量保持较快增长



资料来源：GWEC、太平洋研究院整理

图23：全球光伏新增装机量有望维持高水平



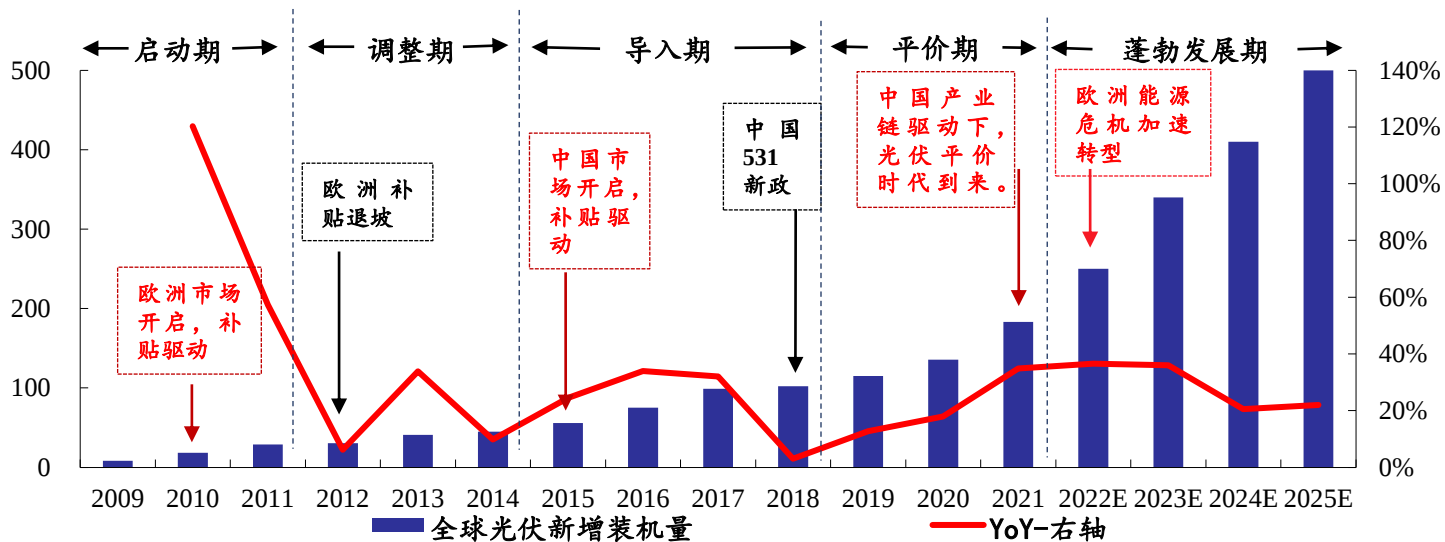
资料来源：欧洲光伏协会、IEA、Wind、statista、太平洋研究院整理

2.3 全球光伏维持高景气，支架需求旺盛

从产业发展周期阶段看，平价之后光伏迎来快速发展。回顾过去三年，2019年后，光伏发电LCOE逐步下降，2021年开启平价元年。受益于技术进步与中国产业链优势，供给端能力不断提高，光伏装机增速重回高增长。2022年，俄乌战争加剧欧洲能源危机，全球多国电价高涨，光伏装机需要加速释放，行业迎来进一步发展。我们预计，2023/2024/2025年全球新增装机分别为340/410/500GW；2022-2025年全球新增装机CAGR为25.99%。2023/2024/2025年国内新增装机分别为123/148/178GW；2022-2025年国内新增装机CAGR为25.34%。

成本不断下降推动光伏产业持续健康发展。光伏组件价格自2011年来降幅明显，2019年至今晶硅光伏组件与薄膜光伏组件的价格均在0.2美元/瓦左右波动。随着硅料快速放量，2023年组件单瓦成本将快速降低，全球光伏新增装机有望持续高速增长，推动光伏产业健康发展。

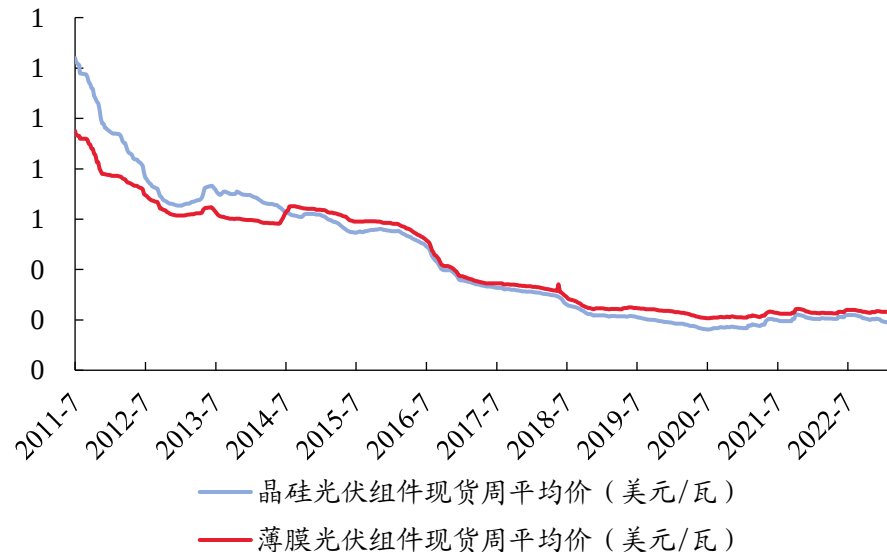
图24：全球光伏市场历经多轮周期，目前处于中高速增长阶段



资料来源：GWEC、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图25：组件价格近年维持在低水平



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

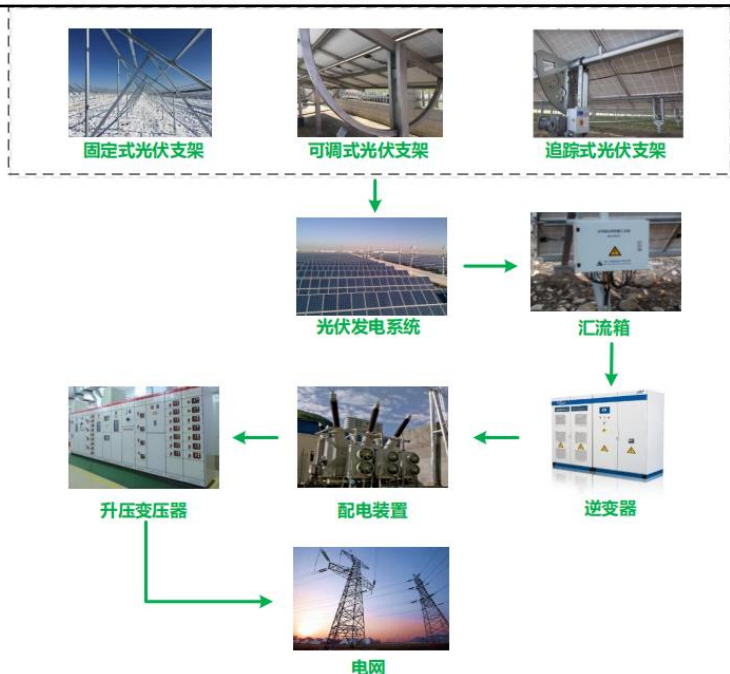
守正 出奇 宁静 致远

2.3 全球光伏维持高景气，支架需求旺盛

光伏支架是光伏发电系统的重要支柱。通常而言，一套完整的光伏发电系统包括光伏支架、光伏组件、逆变器、汇流箱等。光伏支架可以分为固定式光伏支架和跟踪式光伏支架两种，其中固定式光伏支架还包含可调节固定支架。

支架需求随光伏高速发展保持旺盛需求。随着光伏行业发展，近年来全球光伏支架市场规模不断攀升，2021年市场规模增速达61.8%。

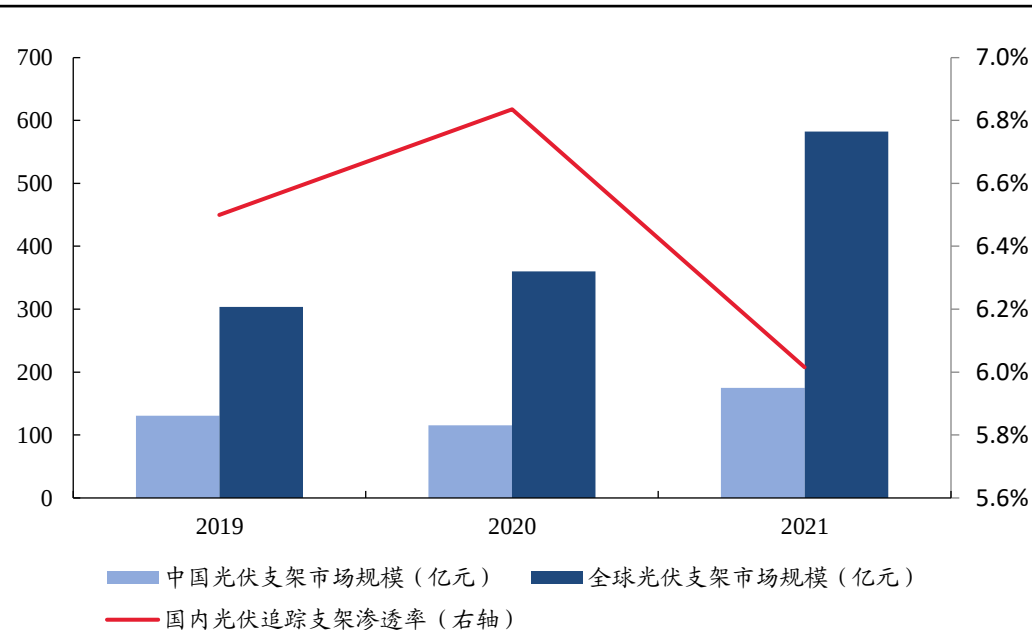
图26：光伏支架是光伏发电系统的重要支柱



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图27：光伏支架市场规模广阔



资料来源：前瞻产业研究院、中国能源报、太平洋研究院整理

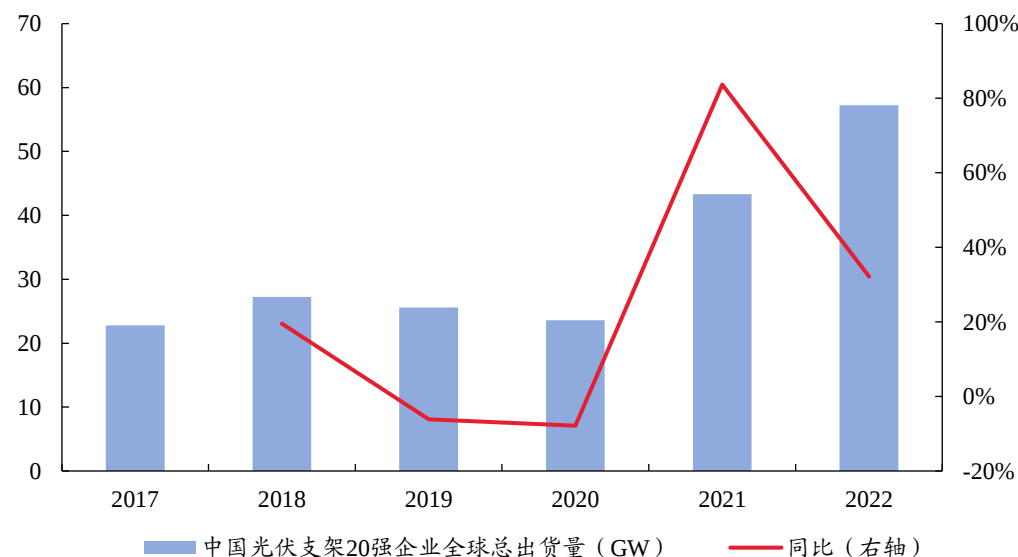
守正 出奇 宁静 致远

2.3 全球光伏维持高景气，支架需求旺盛

光伏支架作为光伏产业链的重要“骨架”，随光伏高预期迎来高需求。2017年以来，国内光伏支架20强企业全球总出货量复合增长率达到16.57%。其中2019年、2020年受原材料价格、疫情等因素影响，出货量有所下降，但近年来受光伏高预期推动，2021年同比增幅达到83.65%的高水平。

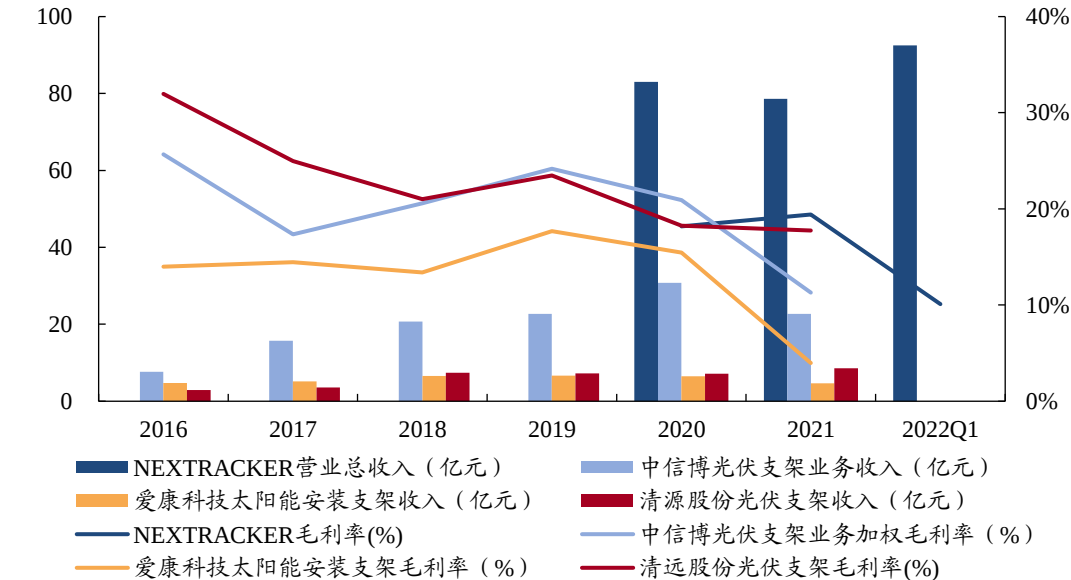
国内外主要光伏支架企业营收不断增长。2016年以来，受益光伏高增长，光伏支架国内外主要企业营业收入保持增长态势。受到成本材料价格波动以及市场竞争日趋激烈等因素的影响，国内外主要光伏支架企业毛利率呈下降趋势。

图28：国内光伏支架20强企业全球总出货量不断增长



资料来源：365光伏、太平洋研究院整理

图29：主要光伏支架企业营收不断增长



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 追“风”逐“光”，风电定转子与光伏支架领先企业
- 2 全球能源转型大背景下，风光发展前景广阔
- 3 围绕新能源主线多点布局，多重优势共筑深厚壁垒
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

3.1 多年保持高品牌美誉度，优质客户资源支撑业务增长

公司成立至今，与诸多新能源领域优质企业建立了稳定的合作关系。多年来公司坚持快速相应客户需求增加客户黏性，在风电业务线与西门子、通用电气、Enercon、上海电气、东方电气、金风科技等国内外风电领域龙头企业，在光伏业务线，公司与ATI、NEXTracker、GCS、阳光电源、正泰电器和中国能建等光伏领域龙头企业建立了良好合作关系。上市以来，公司前五名客户销售额明显提高，但占比持续保持下降趋势，在优质客户资源有力支撑销售收入增长的同时，不断改善公司早期客户集中度高的状态。

图30：公司主要合作伙伴



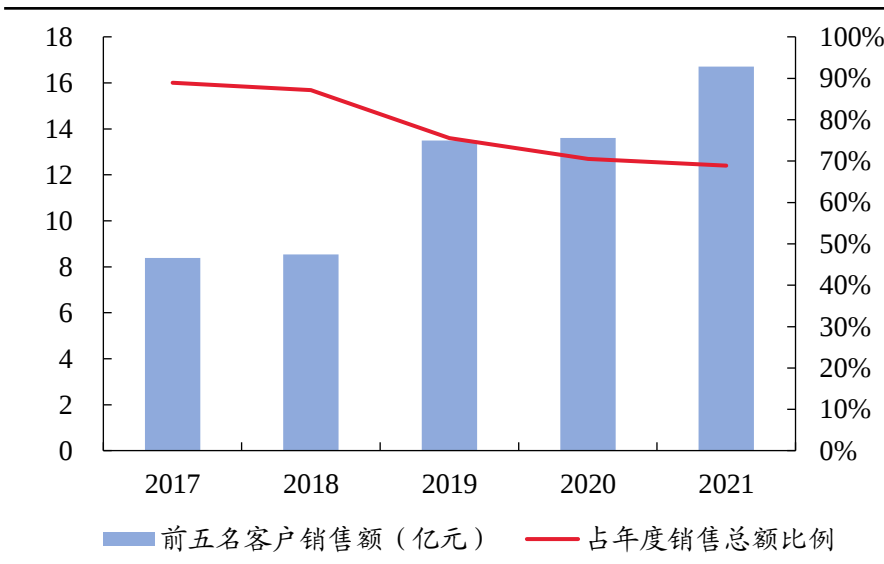
资料来源：公司官网、太平洋研究院整理

表2：不断拓展国外优质企业客户

国外企业客户		
序号	客户名称	合作建立时间
1	西门子集团 (Siemens)	2013
2	ATI	2015
3	通用电气 (GE)	2017
4	康士伯 (Kongsberg)	2017
5	Enercon	2019
6	Nextracker	2021
7	Vestas	2021

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图31：前五名客户销售额占比逐年下降



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

3.1 多年保持高品牌美誉度，优质客户资源支撑业务增长

公司与第一大客户西门子建立了长期稳定的合作关系，为公司的营收增长提供了强有力的支持。公司与西门子的合作最早可追溯至2011年，多年来公司与西门子建立了稳定的合作关系。合作十余年来，公司在西门子集团专家组多次驻厂指导下，全面改进工艺设计、生产技术、质量控制体系和现场管理体系。高效率生产设备和雅阁的质量控制体系在满足客户个性化需求的同时，也提高了产品精度、降低了产品成本，形成了稳定的产品质量，市场竞争力不断增强。

西门子歌美飒作为风力发电巨头，行业地位稳固。据彭博新能源统计，2022年全球风机新增装机容量前十名企业中，西门子歌美飒以6.8GW居于全球第五，多年稳居前五名。

表3：公司与西门子集团合作历程

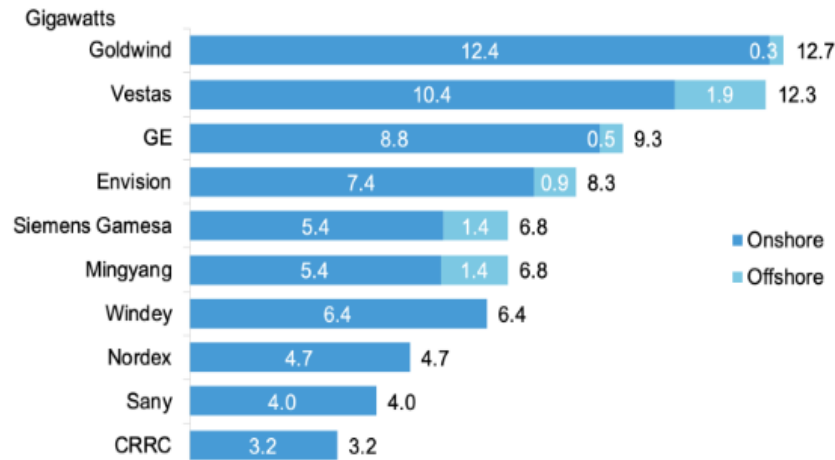
西门子合作历程	
2011年	无锡机械接触西门子集团并通过西门子体系考核
2012年	无锡机械正式取得西门子集团合格供应商身份
2013年	公司取得无锡机械控股权，实现与西门子集团的直接合作
2012-2016年	机舱罩、定子段、转子房样件先后通过西门子审核并获得大批量订单
2017-2019年	西门子收购歌美飒，合并成立西门子歌美飒，整合期间订单量有所下降
2020年	承接西门子风机总装新业务，带来新的稳定收入来源
2021年	西门子稳定后进一步释放订单，推动公司净利率抬升

资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图32：西门子歌美飒2022年新增装机位于全球第五

Figure 1: Top 10 global wind turbine makers, 2022



Source: BloombergNEF. Notes: Total commissioned wind capacity in 2022 was 86GW.

资料来源：Bloomberg ENF、太平洋研究院整理

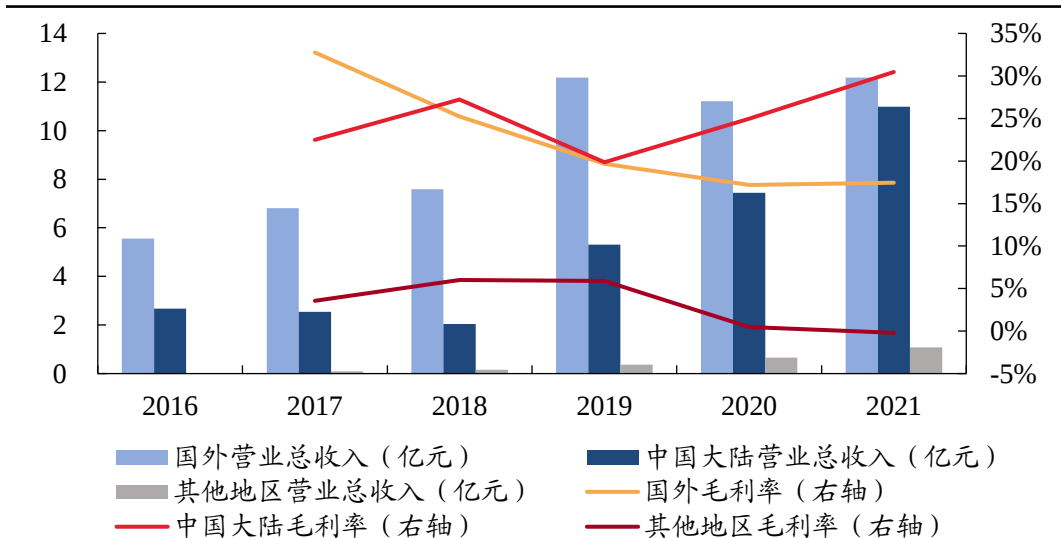
守正 出奇 宁静 致远

3.2 坚定推进“两海”战略，持续扩大优势地位

公司长期坚持海外战略，积极开拓海外市场。收入占比方面，公司海外营收长期保持高占比，2017-2021连续5年海外收入占比均超过50%。未来公司仍将坚定海外战略，借助优质西门子、ATI、NEXTracker等海外客户资源推动公司持续成长。

公司通过主要客户积极布局海上风电。公司主要风电客户西门子歌美飒和电气风电为国内外海上风机龙头：西门子直驱海上风机自2011年推出以来，累计安装已经超过1400台，截至2021年9月，西门子歌美飒在全球的海上风机装机量超过18.7 GW，排名全球第一；电气风电2022年海上风机吊装1.4GW，市占率达到28%，再次蝉联国内第一。公司生产的直驱机型风电定转子一直受到国内外海上风机龙头青睐，未来随着全球海风快速发展，其产品有望持续贡献较好业绩。

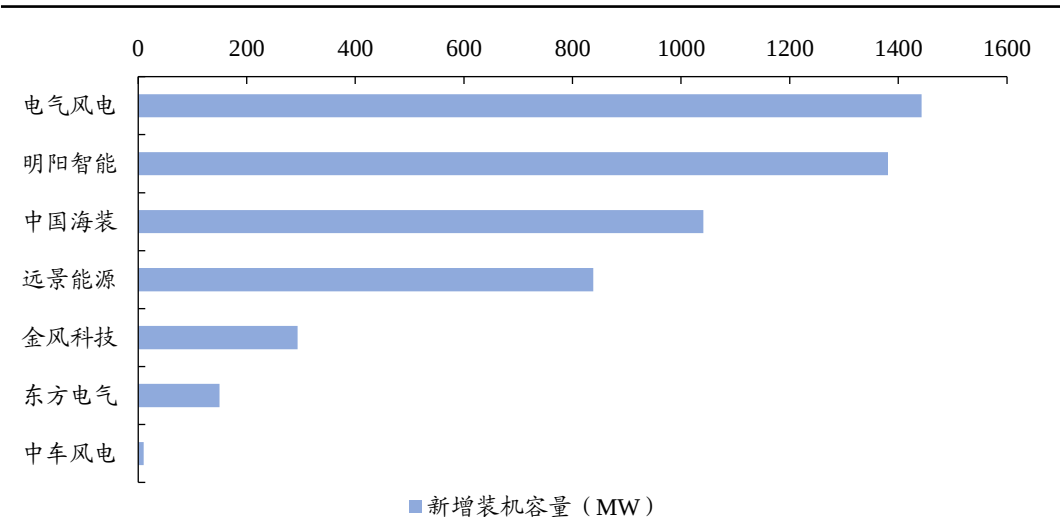
图33：公司海外营收长期保持高占比



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图34：电气风电2022年海上风机吊装量位列国内第一



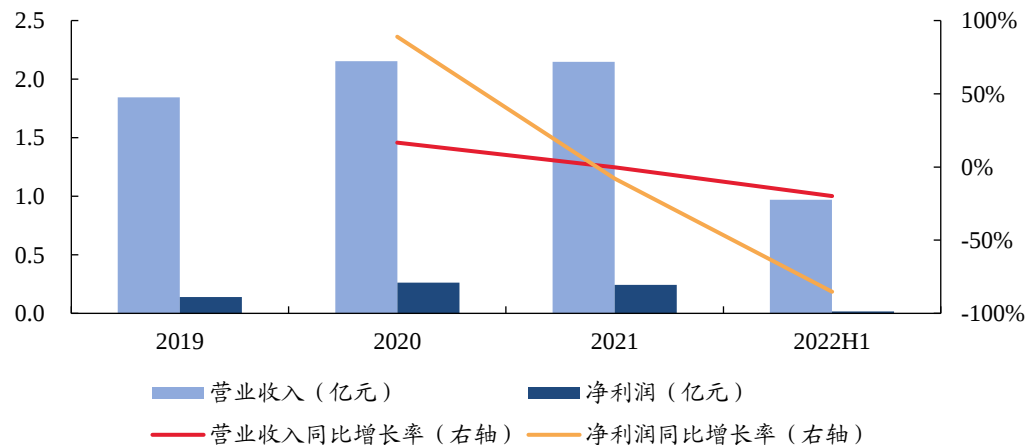
资料来源：CWEA、太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

3.3 围绕主业拓展新业务，打造多极业绩增长点

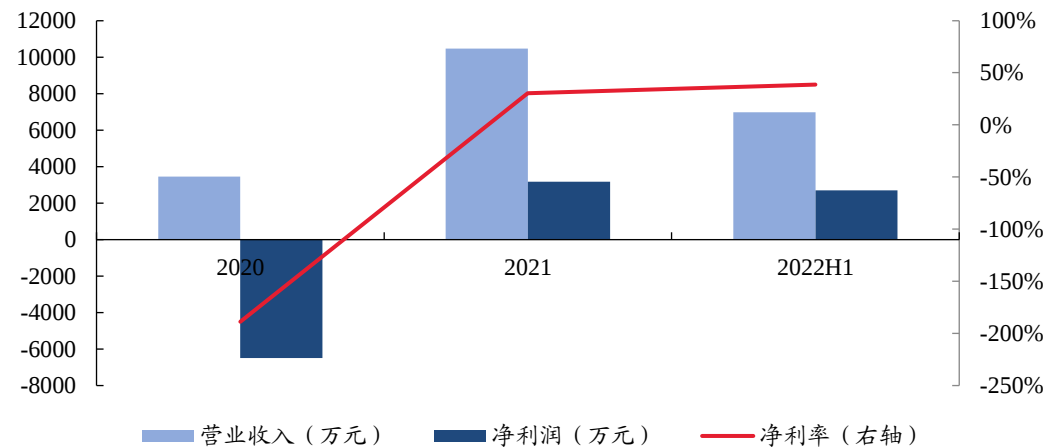
先后收购尚和海工和上海底特，进军海工船业务和紧固件。2018年4月，公司出资1.4亿元收购尚和（上海）海洋工程设备有限公司80%股权，积极进入海上风电安装及运维行业，在充分发挥自身优势的基础上，实现新的业绩增长。尚和海工所属“振江号”是国内先进的1200吨自航自升式风电安装平台，目前该船租赁给华电重工，且海工船租赁服务毛利率达到70%以上，净利率30%+，因此该项业务有望为公司贡献较为稳定的收入和利润。公司于2018年11月收购上海底特紧固件有限公司，2022H1由于高毛利率的重卡紧固件业务承压，公司紧固件业务利润出现了较大下滑。展望2023，预计随着重卡紧固件触底反弹以及光伏风电紧固件放量，紧固件业务有望实现量利齐升。

图35：2022H1紧固件业务有所承压



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

图36：尚和海工实现扭亏为盈，逐渐释放业绩



资料来源：公司公告、太平洋研究院整理

3.4 较早布局光热设备，有望乘此轮行业东风

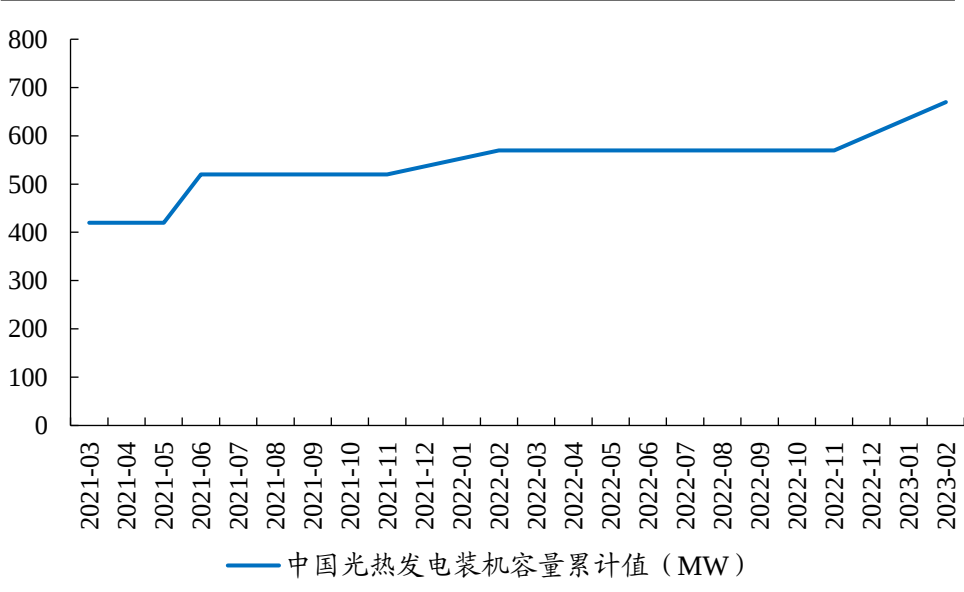
国家近年来鼓励光热发电，行业前景广阔。光热发电具有出力可调节、启动时间短、提供转动惯量等优势，可承担调频、调压等功能，尤其是储热型光热发电有利于增加电力系统调峰能力，促进风电、光伏发电的消纳。政策层面，近年来国家陆续发布相关文件支持光热发电，特别是近日，国家能源局发布《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》，要求尽快落地2.8GW光热项目并提出全国“十四五”光热发电每年新增开工规模达到3GW左右的目标。截止目前，我国光热发电累计装机规模还不足1GW，具备较大的发展空间。

表5：国家近年来积极支持光热发电

发布时间	相关文件	文件内容
2021	《2030年前碳达峰行动方案》	明确提出积极发展太阳能光热发电，推动建立光热发电与光伏发电、风电互补调节的风光热综合可再生能源发电基地。
2022	《“十四五”可再生能源发展规划》	有序推进长时储热型光热发电发展，在资源优质区域发挥光热发电储能调节能力和系统支撑能力，建设长时储热型光热发电项目，推动光热发电与风电、光伏发电一体化建设运行；研究规模化光热发电发展扶持政策，支持光伏光热产业标准体系、检测认证公共服务平台及应用试点示范建设；对符合条件的企业免收外购电量电费部分的政府基金。
2022	《关于政协第十三届全国委员会第五次会议第02230号（公交邮电类277号）提案答复的函》	将会同有关部门加快光热发电项目的规划布局与建设开发，支持光热发电项目通过参与市场化交易形成上网电价，鼓励各地出台针对性扶持政策，推动光热发电行业持续健康发展。
2023	《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》	积极开展光热规模化发展研究工作，内蒙古、甘肃、青海、新疆等光热发电重点省份能源主管部门要积极推进光热发电项目规划建设，力争“十四五”期间，全国光热发电每年新增开工规模达到300万千瓦左右。

资料来源：国家能源局、太平洋研究院整理

图37：国内光热发电装机容量发展空间较大



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

3.4 较早布局光热设备，有望乘此轮行业东风

公司较早布局光热发电设备，具备成熟的生产技艺。公司基于多年来形成的新能源发电设备设计生产先进技术，根据客户需求迅速布局光热行业，2018年以来参与多个国内外先进光热项目，为项目提供光热设备生产加工制作，目前在光热设备领域已经具备较为成熟的生产工艺。

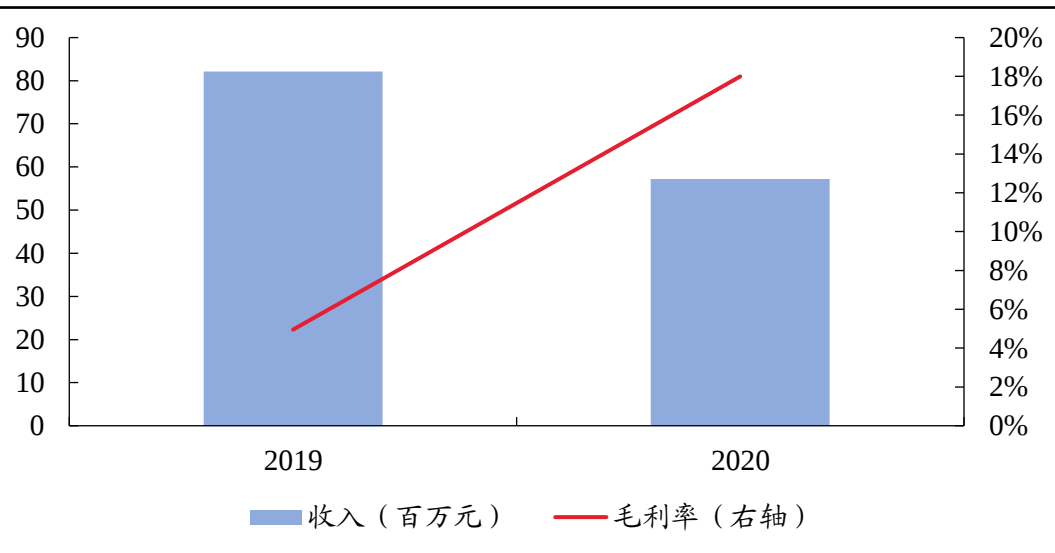
光热支架毛利率较高，受益于行业发展加速。公司光热产品实行“以销定产”的生产模式，根据产品订单下达生产任务。2019年，公司新开拓的光热设备产品由于处于新产线调配阶段，生产效率未达最优化导致毛利率较低；后续随着产线的调配完成，生产效率稳步提升，毛利率在2020年提升至18%。在未来光热发电加速发展趋势下，公司光热设备有望贡献较大业绩增量。

表6：公司参与国内外多个光热项目

项目名称	项目简介
乌拉特中旗100MW槽式光热发电示范项目	该项目由常州龙腾光热科技股份有限公司承建，装机容量100MW，采用熔盐储热系统进行储热，集热面积达11万m ² 。
迪拜穆罕穆德太阳能公园700MW光热项目	该项目由上海电气承建，光热部分共700MW，由100MW塔式和3台200MW槽式光热机组组成，是目前世界上装机容量最大、投资规模最大、熔盐储备热量最大的光热项目。振江股份参与其中100MW塔式项目

资料来源：CSPPLAZA光热发电网、太平洋研究院整理

图38：公司光热支架盈利水平较高



资料来源：Wind、太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 追“风”逐“光”，风电定转子与光伏支架领先企业
- 2 全球能源转型大背景下，风光发展前景广阔
- 3 围绕新能源主线多点布局，多重优势共筑深厚壁垒
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

4.1 盈利预测与投资建议

我们对振江股份2022-2024年盈利预测核心假设如下：

- 1、风电设备业务：考虑到公司主要海外客户2023年开始采用人民币计算以及运输费用的下降，预计2022-2024年风电设备业务毛利率分别为14.0%、22.0%、22.5%；考虑到2023年国内风电预计实现较高增长和公司海外客户订单增加较多，预计2022-2024年风电设备收入增速分别为5.36%、40.84%、35.47%。
- 2、光伏/光热业务：考虑到国内光伏较好的发展趋势、光伏支架美国子公司的建设，以及近期光热发电政策的出台，预计2022-2024年光伏/光热业务毛利率分别为10.0%、10.5%、11.0%，收入增速预计分别为69.9%、110.5%、39.4%。
- 3、紧固件业务：随着毛利率的重卡紧固件2023年回暖，以及风电光伏紧固件的放量，预计2022-2024年，紧固件业务毛利率为22.5%、21.0%、21.0%，收入增速分别为13.0%、55%、30.0%。

表7：振江股份盈利预测

单位：万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	193135.22	242465.91	276062.76	409224.70	545272.09
YOY	8.13%	25.54%	13.86%	48.24%	33.25%
营业成本	155273.82	187790.75	229787.22	325020.92	433103.88
毛利	37861.40	54675.16	46275.54	84203.78	112168.21
毛利率	19.60%	22.55%	16.76%	20.58%	20.57%
风电设备（占比）	66.46%	70.52%	65.26%	62.00%	63.04%
收入	128356.64	170990.64	180154.04	253728.38	343724.85
YOY	39.94%	33.22%	5.36%	40.84%	35.47%
成本	102263.96	132982.33	154932.47	197908.14	266386.76
毛利	26092.68	38008.31	25221.57	55820.24	77338.09
毛利率	20.33%	22.23%	14.00%	22.00%	22.50%
光伏/光热（占比）	16.49%	10.42%	15.55%	22.08%	23.10%
收入	31839.43	25273.29	42933.89	90371.63	125960.46
YOY	-48.74%	-20.62%	69.88%	110.49%	39.38%
成本	28439.25	23596.46	38640.50	80882.61	112104.81
毛利	3400.18	1676.83	4293.39	9489.02	13855.65
毛利率	10.68%	6.63%	10.00%	10.50%	11.00%
紧固件（占比）	10.22%	7.45%	7.39%	7.73%	7.54%
收入	19741.58	18055.07	20402.23	31623.46	41110.49
YOY	14.03%	-8.54%	13.00%	55.00%	30.00%
成本	13735.61	12262.03	15811.73	24982.53	32477.29
毛利	6005.97	5793.04	4590.50	6640.93	8633.20
毛利率	30.42%	32.09%	22.50%	21.00%	21.00%

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

4.1 盈利预测与投资建议

随着风电和光伏行业的快速发展，我们预计2022-2024年，公司营收分别为27.61亿元、40.92亿元、54.53亿元，同比增速分别为13.86%、48.24%、33.25%；归母净利润分别为0.79亿元、3.02亿元、3.99亿元，同比增速分别为-55.79%、281.35%、31.95%；EPS分别为0.56/2.12/2.79元，当前股价对应PE分别为63/17/13倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：财务摘要和估值指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
单位：百万元				
营业总收入	2424.66	2760.63	4092.25	5452.72
增长率（%）	25.54%	13.86%	48.24%	33.25%
归母净利润	179.25	79.24	302.04	398.53
增长率（%）	166.15%	-55.79%	281.15%	31.95%
EPS（元/股）	1.44	0.56	2.12	2.79
市盈率（P/E）	28.40	63.34	16.62	12.59
市净率（P/B）	3.18	2.26	1.99	1.72

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

表9：可比公司估值表

公司代码	公司简称	评级	收盘价	EPS			PE		
			2023/4/16	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
301155.SZ	海力风电	买入	75.80	1.50	4.02	7.26	50.60	18.83	10.45
603218.SH	日月股份	买入	20.87	0.47	1.03	1.38	44.28	20.26	15.17
300129.SZ	泰胜风能	未评级	8.48	0.27	0.50	0.68	31.71	16.96	12.49
002487.SZ	大金重工	未评级	31.40	0.87	2.22	3.66	36.11	14.12	8.57
	平均						40.68	17.54	11.67
603507.SH	振江股份	买入	35.19	0.56	2.12	2.79	63.34	16.62	12.59

资料来源：Wind、太平洋研究院整理；注：收盘价日期为2023年4月16日，“未评级”公司数据来自Wind一致预期

4.2 附录：财务预测摘要

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2425	2761	4092	5453
%同比增速	26%	14%	48%	33%
营业成本	1878	2298	3250	4331
毛利	547	463	842	1122
%营业收入	23%	17%	21%	21%
税金及附加	18	19	28	38
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	31	33	47	62
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	81	91	131	174
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	80	95	141	187
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	109	121	140	189
%营业收入	4%	4.4%	3.4%	3.5%
资产减值损失	-13	-16	-26	-32
信用减值损失	-17	-8	-10	-22
其他收益	9	10	17	21
投资收益	19	11	21	31
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	-1
营业利润	234	101	355	469
%营业收入	10%	4%	9%	9%
营业外收支	-19	0	0	0
利润总额	215	101	355	469
%营业收入	9%	4%	9%	9%
所得税费用	27	11	39	52
净利润	188	90	316	417
%营业收入	8%	3%	8%	8%
归属于母公司的净利润	179	79	302	399
%同比增速	166%	-56%	281%	32%
少数股东损益	8	11	14	19
EPS（元/股）	1.44	0.56	2.12	2.79

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.44	0.56	2.12	2.79
BVPS	12.87	15.54	17.66	20.45
PE	28.40	63.34	16.62	12.59
PEG	0.17	—	0.06	0.39
PB	3.18	2.26	1.99	1.72
EV/EBITDA	12.08	15.12	8.17	6.20
ROE	11%	4%	12%	14%
ROIC	9%	6%	11%	13%

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	649	845	1189	1443
交易性金融资产	23	23	23	23
应收账款及应收票据	406	638	833	1096
存货	966	750	1705	1581
预付账款	120	144	213	279
其他流动资产	478	499	646	688
流动资产合计	2643	2900	4610	5110
长期股权投资	25	25	25	25
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1484	1505	1563	1608
无形资产	130	130	130	130
商誉	97	97	97	97
递延所得税资产	51	51	51	51
其他非流动资产	439	439	439	439
资产总计	4869	5146	6914	7460
短期借款	899	999	1099	1199
应付票据及应付账款	840	444	1427	1090
预收账款	60	41	68	95
应付职工薪酬	15	21	27	37
应交税费	32	29	46	62
其他流动负债	818	747	1015	1278
流动负债合计	2665	2281	3683	3761
长期借款	110	160	210	260
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	434	434	434	434
负债合计	3214	2881	4332	4460
归属于母公司的所有者权益	1616	2216	2518	2917
少数股东权益	38	49	64	82
股东权益	1655	2266	2582	2999
负债及股东权益	4869	5146	6914	7460

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	357	-254	465	376
投资	9	0	0	0
资本性支出	-218	-151	-200	-201
其他	52	11	21	31
投资活动现金流净额	-157	-140	-180	-170
债权融资	127	150	150	150
股权融资	13	557	0	0
支付股利及利息	-84	-117	-91	-102
其他	-121	0	0	0
筹资活动现金流净额	-66	590	59	48
现金净流量	126	196	345	254

风险提示

- 1、风电/光伏装机规模不及预期
- 2、相关政策推进不及预期
- 3、原材料价格大幅波动

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。

销售人员

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



期待与您合作!

THANKSFORWATCHING