东兴证券
DONGXING SECURITIES

布局核三废处理行业，加速产业转型

——通裕重工（300185）半年报点评

2016 年 08 月 07 日

强烈推荐/首次

通裕重工 | 财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任天辉	联系人	
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037
叶盛	联系人	
	yesheng@dxzq.net.cn	010-66554022
陈皓	联系人	
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446

事件：

公司报告期内营业收入 11.67 亿，归属上市公司股东净利润 0.83 亿，扣非后归属上市公司净利润 0.72 亿，同比增长 2.27%、43.89%、41.84%。

公司分季度财务指标

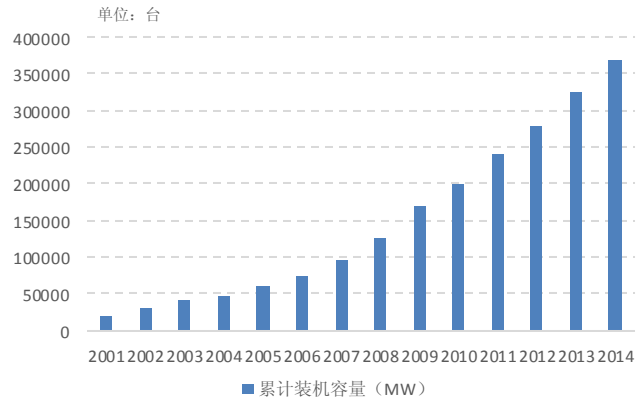
指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	566.17	528.99	611.94	580.47	621.44	584.04	582.78
增长率（%）	21.90%	21.85%	8.71%	17.84%	9.76%	10.41%	-4.76%
毛利率（%）	22.20%	18.57%	23.23%	22.23%	27.51%	20.19%	34.20%
期间费用率（%）	18.69%	15.72%	15.46%	17.20%	18.77%	16.70%	17.40%
营业利润率（%）	1.50%	1.72%	8.76%	4.94%	5.36%	2.22%	16.51%
净利润（百万元）	2.50	9.99	48.00	27.51	36.93	12.74	86.64
增长率（%）	-49.95%	120.47%	07.35%	22.84%	1374.55%	27.56%	80.51%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.01	0.05	0.03	0.04	0.01	0.07
资产负债率（%）	47.04%	51.55%	52.60%	51.78%	51.02%	51.43%	43.05%
净资产收益率（%）	0.07%	0.27%	1.31%	0.75%	0.96%	0.33%	1.63%
总资产收益率（%）	0.04%	0.13%	0.62%	0.36%	0.47%	0.16%	0.93%

观点：

- **机械制造业环境低迷，风电产业一枝独秀。**公司抓住风电产业发展机遇，凭借已经竣工的IPO募投项目产能优势，先后与中船重工（重庆）海装风电设备有限公司、德国恩德能源公司（NORDEX）、丹麦维斯塔斯公司（Vestas）等国内外高端风电用户签署了大额的风电主轴采购协议。公司充分发挥“订单拉动”、“生产推动”作用，确保风电产品的可靠性和及时性。风力发电作为气候变化、空气污染、能源安全的解决方案，愈来愈成为各国战略能源发展的关键一步。根据全球风能理事会《2014全球风电装机统计数

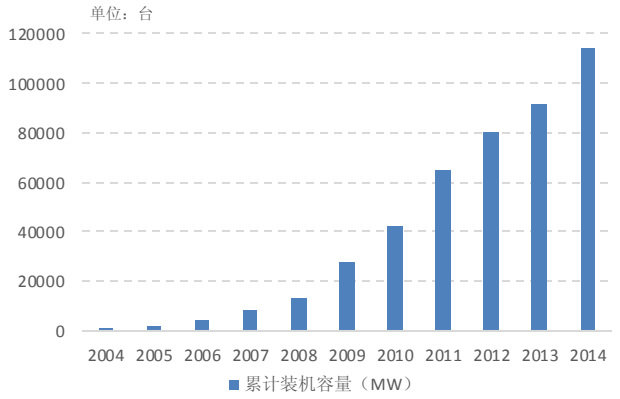
据》，2011年至2014年全球风电市场累计装机容量增速约为15-20%，保持持续增长态势。预计未来几年全球风电市场装机容量仍会达到20%的增速，市场前景良好。根据中国风能协会发布的《2014年中国风电装机容量统计》，中国风电产业发展速度较高，今年来增速维持在25%左右，预计2016年全国新增安装风电机组35000台。

图 1：全球风电设备累计装机容量（MW）



资料来源：东兴证券研究所

图 2：全国风电设备累计装机容量（MW）



资料来源：东兴证券研究所

- **加快产业转型升级，核三废业务未雨绸缪。**为了提高公司竞争力，优化公司产品结构多元化发展，2016年5月公司及控股子公司东方机电与中国核动力研究设计院签署了《含硼废液高效固化生产线工程样机合作研制合同》。研制出的产品将有助于核三废的处理，促使公司产品结构挑战和企业转型升级，进一步提高公司整体的核心竞争力。我国核三废治理收到国家和政府的关注，核工业产生的放射性废物需要及时的处理，技术复杂、周期长、工作涉及面广，而且需要大量的资金。随着核电的稳步发展，核三废治理将成为核工业的一项重要产业，其中类似水力压裂的深地层有害废水处置等高端技术也可以运用到处理非放射性废水，市场空间大。
- **核三废处理设备稀缺，敢问路在何方。**目前涉及核废料处理的上市公司有应流股份、酒钢宏兴等，通裕重工作为核三废处理的设备供应商，具有研发、制造和废料处理能力，拥有一定的集成能力，区别于其他公司仅能做核三废处理这一部分业务。未来公司有意愿打通核三废上下游产业链，将改变核三废产业发展格局，占据更多市场份额。2014年全国核电装机容量约为2029万千瓦，一年产生中低放核废料约2000立方米，乏燃料530吨，《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》预计2020年核电装机容量达到5800万千瓦，产生中低放核废料约5800立方米，乏燃料1450吨。根据中国产业信息网发布的报告显示，未来5年内核废料处理总体市场每年将超过150亿元。

结论：

通裕重工作为中国最大的MW级风力发电机主轴生产基地，2016年积极布局核三废产业建设，业绩持续增长确定性较高，我们预计公司2016年-2018年的营业收入分别为31.69亿元、47.43亿元和72.19亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.76亿元、2.83亿元和3.99亿元，每股收益分别为0.16元、0.26元和0.37元，对应PE分别为62.05X、38.43X、27.31X。首次覆盖给予**“强烈推荐”**评级，给予6个月目标价11元。

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	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2805	3468	4830	7238	9452	**营业收入**	2056	2343	3169	4743	7219
货币资金	393	772	951	1423	2166	**营业成本**	1632	1802	2761	4132	6371
应收账款	869	1005	1359	2034	2571	营业税金及附加	8	9	10	14	22
其他应收款	9	40	54	81	123	营业费用	52	49	63	95	144
预付款项	68	66	94	135	199	管理费用	167	170	190	237	289
存货	1175	1211	1856	2777	3491	财务费用	128	176	0	0	0
其他流动资产	122	144	205	323	507	资产减值损失	9.59	28.86	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4086	4423	4046	3682	3292	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	104	0	0	0	0	投资净收益	21.48	16.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	1541.2	3323.1	3226.9	2929.5	2600.3	**营业利润**	82	125	145	265	393
无形资产	322	509	458	407	356	营业外收入	20.29	18.73	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	150	13	0	0	0	营业外支出	0.63	3.57	0.00	0.00	0.00
资产总计	6891	7891	8876	10920	12744	**利润总额**	101	140	195	315	443
流动负债合计	2811	2832	4083	5998	7653	所得税	27	17	20	31	44
短期借款	1802	1869	3051	4530	5819	**净利润**	74	122	176	283	399
应付账款	280	300	453	677	698	少数股东损益	-7	2	0	0	0
预收款项	51	39	39	39	39	归属母公司净利润	81	121	176	283	399
一年内到期的非流	272	155	0	0	0	EBITDA	655	955	635	795	942
非流动负债合计	430	1193	470	470	470	**EPS（元）**	0.09	0.13	0.16	0.26	0.37
长期借款	220	445	445	445	445	**主要财务比率**					
应付债券	0	477	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	3241	4026	4553	6468	8123	**成长能力**					
少数股东权益	139	297	297	297	297	营业收入增长	24.44%	13.96%	35.27%	49.66%	52.20%
实收资本(或股本)	900	900	1089	1089	1089	营业利润增长	206.67	52.62%	16.31%	82.68%	48.41%
资本公积	2154	2154	2154	2154	2154	归属于母公司净利润	37.61%	49.54%	45.52%	61.49%	40.72%
未分配利润	399	435	400	344	264	**获利能力**					
归属母公司股东权	3510	3568	4026	4155	4324	毛利率(%)	20.62%	23.07%	12.88%	12.89%	11.75%
负债和所有者权	6891	7891	8876	10920	12744	净利率(%)	3.61%	5.23%	5.54%	5.98%	5.53%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	1.17%	1.53%	1.98%	2.60%	3.13%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	2.30%	3.38%	4.36%	6.82%	9.22%
经营活动现金流	46	167	-225	-687	-157	**偿债能力**					
净利润	74	122	176	283	399	资产负债率(%)	47%	51%	51%	59%	64%
折旧摊销	445.11	654.26	0.00	530.14	549.29	流动比率	1.00	1.22	1.18	1.21	1.24
财务费用	128	176	0	0	0	速动比率	0.58	0.80	0.73	0.74	0.78
应收账款减少	0	0	-354	-675	-537	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.30	0.32	0.38	0.48	0.61
投资活动现金流	225	-240	6	-150	-150	应收账款周转率	2	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.43	8.09	8.42	8.39	10.50
长期股权投资减少	0	0	12	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	21	17	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.13	0.16	0.26	0.37
筹资活动现金流	-364	381	398	1309	1050	每股净现金流(最新	-0.10	0.34	0.16	0.43	0.68
应付债券增加	0	0	-477	0	0	每股净资产(最新摊	3.90	3.96	3.70	3.81	3.97
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	189	0	0	P/E	111.11	76.92	62.05	38.43	27.31
资本公积增加	-14	0	0	0	0	P/B	2.56	2.52	2.71	2.62	2.52
现金净增加额	-93	308	179	472	743	EV/EBITDA	16.65	11.71	21.53	18.17	15.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

叶盛

机械行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2 年证券研究经验，2015 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

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。

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。