

2017年05月02日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

## 2016 业绩符合预期，核电后市场前景广阔

投资评级：增持（维持）

**事件：**公司发布 2016 年年报，营收 24.3 亿 (+3.7%)、归母净利润 1.7 亿 (+37.8%)，扣非归母净利润 1.5 亿 (+37.4%)。一季报营收为 6.28 亿元 (+7.56%)，归母净利润 0.17 亿元 (+37.8%)。

**投资要点**

■ **风电主轴是业绩增长的关键，核电业务发展迅速**

分产品看，风电主轴、管模、其他锻件、锻件坯料、冶金设备、粉末冶金产品、核电业务营收为 7.8/1.0/3.1/2.0/0.6/2.0/0.2 亿元，同比+13.76%/-15.4%/-1.17%/-29.36%/-31.63%/-11.17%/+109%，占营业收入比重为 31.95%/4.09%/12.59%/8.23%/2.65%/8.30%/0.72%。分地区看，国外、国内营收为 4.7/19.5 亿元，同比-7.21%/+6.75%。我们认为 2016 年业绩增长的原因是占比营业收入大的风电主轴业绩增长所致，此外核电业务出现很快增长，主要是由于随着定增的完成，投资力度加大所致。

■ **技术升级带来毛利率提升，费用率维持稳定**

2016 年综合毛利率 26.52%，同比+3.45pct。分产品看，风电主轴、管模、其他锻件、锻件坯料、冶金设备、粉末冶金产品、核电业务毛利率为 44.46%/22.64%/31.52%/4.99%/3.35%/18.71%/42.01%，同比+6.95%/-8.33%/-1.40%/-6.25%/-21.89%/-2.29%/-11.64pct。风电主轴毛利率提高原因是风电主轴技术升级所致。三项费用率合计 15.59%，同比-1.23pct，其中销售、管理、财务费率分别同比+0.37%/-0.40%/-1.2pct，销售费用的增加主要是由于运费增加所致。

■ **风电市场前景良好，行业龙头+订单足助力公司业绩**

风电作为可持续清洁能源，在当前环境问题日益突显的情况下，发展空间更加广阔。据全球风能理事会发布报告指出 2016 年全球风电新增装机容量超过 54GW，其中中国继续大幅领先风电新增装机和累计装机量，名列全球第一。预计 2017 年全球风电年新增装机有望达到 60GW，2021 年新增容量将增至 75GW，其中中国将继续引领增长。通裕重工是目前国内最大的风电主轴供应商，产品定位高端，2016 年定增完成后将有 5.2 亿元投资于大功率风电机组关键零部件制造项目，2016 年底已经完成投资额 30%，随着定增项目落地，公司将抢占风电铸件高端市场。2016 年 5 月公司先后与德国恩德能源公司、中船重工、丹麦维斯塔斯公司签订了总额 2.6 亿元的风电主轴采购合同，公司订单充足，未来业绩有保障。

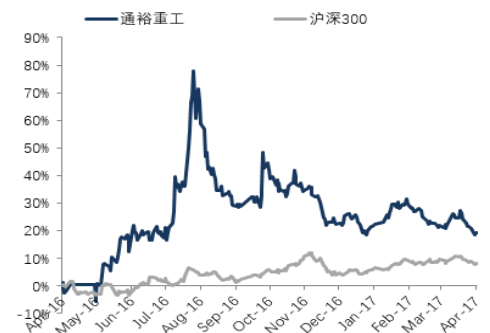
■ **核电发展催生核废料处理千亿市场，合作+投资驱动业绩新增长**  
目前我国核废料年产量达 650 吨，预计 2020 年核废料处理市场将达千亿规模。2016 年 5 月，公司与与中国核动力研究设计院含硼废液高效固化生产线研发达成协议，研发成功将完善核废料处置生产线，推动“核三废”处理设备的国产化。2016 年定增完成后将有 6.5 亿元投资于核废料智能化处理项目，对公司核电相关产品的生产以及市场拓展发挥重要作用。我们认为，未来 3-5 年内都是核废料处理行业井喷期，加之替代进口的巨大空间，未来订单将会持续高增长。

■ **盈利预测与估值**

我们看好核废料处理的广阔市场，相信核电后市场会成为未来驱动公司业绩增长的新动力。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.07 元/0.09 元/0.10 元，对应 PE 为 44/34/30X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**风电市场不及预期，募投项目投产低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	2.94
一年最低价/最高价	2.81/13.69
市净率	1.93
流通 A 股市值 (百万元)	7976.9

### 基础数据

每股净资产 (元)	1.50
资产负债率	41.76%
总股本 (百万股)	3267.74
流通 A 股 (百万股)	2713.25

### 相关研究

公司点评：风电主轴投产促增长，看好核废料业务发展 20160421

公司点评：2015 业绩高增长，继续看好核废料处理空间 20160117

公司点评：子公司与中核工程签署合作协议，看好核废料处理市场空间 20151110

公司点评：风电行业龙头收益市场回暖业绩大增，核废料处理市场静待爆发 20151028

公司点评：新能源环保化发展，智能核废料处理 20150615

## 财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>4618.3</b>	<b>4858.6</b>	<b>5244.2</b>	<b>5710.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>2429.6</b>	<b>2623.9</b>	<b>2886.3</b>	<b>3232.7</b>
现金	1728.1	1900.0	2000.0	2100.0	营业成本	1785.3	1954.8	2135.9	2359.9
应收款项	1324.3	1329.9	1462.9	1638.5	营业税金及附加	31.3	26.2	28.9	32.3
存货	1336.0	1392.5	1521.5	1681.0	营业费用	59.7	65.6	72.2	80.8
其他	229.8	236.2	259.8	290.9	管理费用	186.9	200.3	218.6	236.4
<b>非流动资产</b>	<b>4482.1</b>	<b>4302.7</b>	<b>4075.8</b>	<b>3823.6</b>	财务费用	152.9	129.5	137.0	148.9
长期股权投资	2.5	2.5	2.5	2.5	投资净收益	2.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	3808.4	3645.6	3435.3	3199.7	其他	-2.0	16.6	16.6	16.6
无形资产	497.5	480.9	464.3	447.7	<b>营业利润</b>	<b>214.0</b>	<b>264.1</b>	<b>310.4</b>	<b>390.9</b>
其他	173.7	173.7	173.7	173.7	营业外净收支	23.1	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>9100.3</b>	<b>9161.3</b>	<b>9320.0</b>	<b>9534.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>237.1</b>	<b>264.1</b>	<b>310.4</b>	<b>390.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>2971.3</b>	<b>3139.2</b>	<b>3437.6</b>	<b>3810.0</b>	所得税费用	46.2	50.2	31.0	74.3
短期借款	2184.5	2351.7	2577.0	2859.3	少数股东损益	24.7	0.0	0.0	0.0
应付账款	556.6	589.1	643.7	711.2	<b>归属母公司净利</b>	<b>166.2</b>	<b>213.9</b>	<b>279.4</b>	<b>316.6</b>
其他	230.2	198.4	216.9	239.4	<b>润</b>	<b>166.2</b>	<b>213.9</b>	<b>279.4</b>	<b>316.6</b>
<b>非流动负债</b>	<b>828.7</b>	<b>828.7</b>	<b>828.7</b>	<b>828.7</b>	<b>EBIT</b>	<b>387.0</b>	<b>393.6</b>	<b>447.4</b>	<b>539.9</b>
长期借款	253.1	253.1	253.1	253.1	<b>EBITDA</b>	<b>609.5</b>	<b>756.1</b>	<b>847.3</b>	<b>961.1</b>
其他	575.6	575.6	575.6	575.6	<b>重要财务与估值</b>				
<b>负债总计</b>	<b>3800.0</b>	<b>3968.0</b>	<b>4266.4</b>	<b>4638.7</b>	<b>指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	307.0	307.0	307.0	307.0	每股收益(元)	0.05	0.07	0.09	0.10
归属母公司股东					每股净资产(元)	1.53	1.50	1.45	1.40
<b>权益</b>	<b>4993.3</b>	<b>4886.4</b>	<b>4746.7</b>	<b>4588.4</b>	发行在外股份(百				
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9100.3</b>	<b>9161.3</b>	<b>9320.0</b>	<b>9534.0</b>	万股)	3267.7	3267.7	3267.7	3267.7
<b>计</b>					<b>ROIC(%)</b>	4.2%	3.9%	4.8%	5.2%
					<b>ROE(%)</b>	3.3%	4.4%	5.9%	6.9%
					<b>毛利率(%)</b>	25.2%	24.5%	25.0%	26.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>EBIT Margin(%)</b>	15.9%	15.0%	15.5%	16.7%
经营活动现金流	206.1	474.2	466.8	461.6	销售净利率(%)	6.8%	8.2%	9.7%	9.8%
投资活动现金流	-1259.8	-148.6	-173.0	-169.0	资产负债率(%)	41.8%	43.3%	45.8%	48.7%
筹资活动现金流	978.8	-153.7	-193.8	-192.6	收入增长率(%)	3.7%	8.0%	10.0%	12.0%
现金净增加额	-71.8	171.9	100.0	100.0	净利润增长率(%)	37.8%	28.7%	30.6%	13.3%
折旧和摊销	222.5	362.5	399.9	421.2	<b>P/E</b>	57.21	44.45	34.04	30.03
资本开支	-246.8	-160.6	-173.0	-169.0	<b>P/B</b>	1.90	1.95	2.00	2.07
营运资本变动	-377.2	-102.3	-212.5	-276.2	<b>EV/EBITDA</b>	21.84	17.82	16.26	14.72
企业自由现金流	-19.6	418.4	417.1	413.3					

资料来源: wind, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>