



2020-06-30

公司点评报告

买入/维持

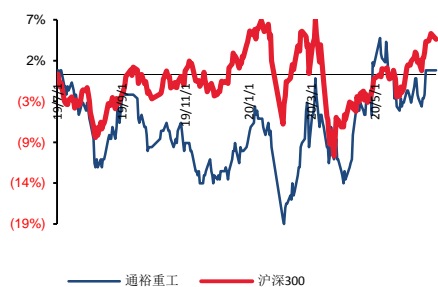
通裕重工(300185)

昨收盘: 1.97

工业 资本货物

股权转让方案落地，产业协同可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,268/2,918
总市值/流通(百万元)	6,437/5,749
12个月最高/最低(元)	2.05/1.59

相关研究报告:

通裕重工(300185)《Q1 业绩高增长，产能优势凸显》--2020/04/13
通裕重工(300185)《拟发行可转债，扩张风电优势产能》--2019/06/03

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010005

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

事件:公司 29 日晚间发布公告,控股股东司兴奎与珠海港集团签署《股份转让协议》、《表决权委托协议》以及《一致行动协议》,拟将所持 2.58%公司股份转让给珠海港集团,并拟将 7.74%股份的表决权委托给珠海港集团;山东高新投拟将 2.42%股份转让给珠海港集团。同时,公司拟向珠海港定增不超过 6.13 亿股股份,募资不超过 9.44 亿元用于补充流动资金。

牵手珠海港集团，产业协同可期。股权转让与定增完成后，珠海港集团持股比例将达 20%，成为控股股东，实控人拟变更为珠海市国资委。作为珠西地区最大的港航企业，珠海港集团不仅具备较强的资金实力，其在清洁能源电力等领域布局广泛，已构建起以风电、火电、管道天然气、天然气发电为依托的综合能源板块，旗下共六个风电场投入正式运营，并拟扩大在清洁能源电力的投资运营规模。同日，双方签署《战略合作框架协议》，将依托于通裕重工完整的制造链条及高端功能材料等研发制造实力的基础上，扩大产能，在清洁能源电力、港口码头、海工装备等产业领域开展战略合作，探索并尽快形成在现有风电场等清洁能源运营项目的可持续、分布式能源模式。我们认为，珠海港集团与公司主营业务的发展有望形成较好的协同效应；此外，背靠国企，有利于拓宽公司融资渠道、提升信用评级，纾解公司资金瓶颈，为公司长远发展奠定基础。

风电红色预警全部解除，行业抢装趋势不改。疫情 Q1 对风电项目开工、物流运输产生一定影响，但整体可控，全年抢装趋势不改。今年 1-5 月国内新增风电装机 490 万千瓦，同比下滑 28%，其中 5 月新增装机 135GW，环比增加 13%，持续改善，显示疫情影响逐步缓解。当前，新疆、甘肃地区风电红色预警已解除，我们认为，全年风电装机有望达到 35GW；而在平价大基地及海上风电高景气的带动下，未来行业景气仍有望维持。公司是国内主轴龙头之一，在风电锻件业务受益行业抢装的同时，铸件产能释放持续（2018 年同比增长 73%、2019H1 同比增长 80%），在 Q1 传统淡季及疫情影响的背景下，公司 Q1 业绩同比增长 140%-170%，增长超预期。公司风电订单充足，考虑到风电抢装节点及核心部件产能的稀缺性，全年业绩有望维持高增长。

投资建议。公司是风电锻铸造一体零部件供应商，受益风电装备大型

执业资格证书编码: S1190516050001

证券分析师: 方杰

电话: 010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120002

化、模块化及行业集中度提升,无论是下游客户还是上游原材料与加工制造环节,具备核心竞争优势。此次牵手珠海港集团,有望形成良好的产业协同效应。暂不考虑定增引起的股本变动,预计公司2020-2022年EPS为0.12元、0.14元、0.16元,对应估值为17倍、14倍、12倍,维持“买入”评级。

风险提示: 风电装机不及预期,市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4027	4693	5031	5417
(+/-%)	14%	17%	7%	8%
净利润(百万元)	235	378	467	522
(+/-%)	8%	61%	23%	12%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.12	0.14	0.16
市盈率(PE)	27	17	14	12

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3535	4027	4693	5031	5417	成长性					
减: 营业成本	2714	2984	3465	3716	3998	营业收入增长率	11%	14%	17%	7%	8%
营业税费	50	55	64	69	74	营业利润增长率	2%	12%	47%	23%	12%
销售费用	83	107	125	129	143	净利润增长率	2%	8%	61%	23%	12%
管理费用	133	170	324	342	368	EBITDA增长率	19%	31%	-2%	7%	6%
财务费用	205	255	227	183	177	EBIT增长率	24%	37%	-3%	9%	9%
资产减值损失	33	(6)	18	15	9	NOPLAT增长率	16%	14%	22%	10%	8%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	14%	6%	5%	-5%	5%
投资和汇兑收益	0	1	0	0	0	净资产增长率	-1%	3%	7%	8%	8%
营业利润	285	319	470	577	648	利润率					
加: 营业外净收支	8	(5)	0	0	(0)	毛利率	23%	26%	26%	26%	26%
利润总额	293	314	470	577	648	营业利润率	8%	8%	10%	11%	12%
减: 所得税	53	62	92	110	126	净利润率	6%	6%	8%	9%	10%
净利润	217	235	378	467	522	EBITDA/营业收入	22%	25%	21%	21%	21%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	15%	18%	15%	15%	15%
货币资金	1008	1408	1408	2264	2708	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	399	388	340	309	274
应收帐款	1345	1643	1831	1889	2123	流动营业资本周转天数	280	286	281	281	282
应收票据	182	156	427	141	439	流动资产周转天数	512	520	519	526	564
预付帐款	331	181	318	283	353	应收帐款周转天数	132	134	133	133	133
存货	2062	2299	2546	2770	2947	存货周转天数	198	195	186	190	190
其他流动资产	74	947	369	463	593	总资产周转天数	1,042	1,013	940	895	887
可供出售金融资产	1	0	0	0	0	投资资本周转天数	760	729	658	613	570
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	7	36	36	36	36	ROE	4.5%	4.6%	6.4%	7.4%	7.6%
投资性房地产	5	5	5	5	5	ROA	2.3%	2.0%	3.1%	3.6%	3.8%
固定资产	4200	4490	4387	4242	3997	ROIC	5.8%	5.8%	6.7%	7.0%	8.0%
在建工程	407	329	165	33	0	费用率					
无形资产	525	522	499	476	453	销售费用率	2.4%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
其他非流动资产						管理费用率	3.8%	4.2%	6.9%	6.8%	6.8%
资产总额	10366	12295	12200	12819	13877	财务费用率	5.8%	6.3%	4.8%	3.6%	3.3%
短期债务	2500	3471	3499	3420	3646	三费/营业收入	11.9%	13.2%	14.4%	13.0%	12.7%
应付帐款	507	566	552	696	661	偿债能力					
应付票据	205	394	513	379	557	资产负债率	48.6%	55.3%	51.8%	50.5%	50.5%
其他流动负债						负债权益比	94.4%	123.7%	107.6%	102.1%	102.1%
长期借款	110	114	0	0	191	流动比率	1.25	1.17	1.24	1.40	1.54
其他非流动负债						速动比率	0.73	0.76	0.78	0.90	1.05
负债总额	5033	6798	6324	6476	7012	利息保障倍数	2.54	2.82	3.07	4.15	4.66
少数股东权益	179	180	180	180	180	分红指标					
股本	3268	3268	3268	3268	3268	DPS(元)	0.02	-	-	-	-
留存收益	1886	2050	2428	2895	3417	分红比率	30.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5333	5497	5876	6343	6865	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	241	252	378	467	522	EPS(元)	0.07	0.07	0.12	0.14	0.16
加: 折旧和摊销	247	301	291	299	302	BVPS(元)	1.58	1.63	1.74	1.89	2.05
资产减值准备	33	35	0	0	0	PE(X)	30	27	17	14	12
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	1	1	1	1	1
财务费用	203	199	227	183	177	P/FCF	(55)	12	(93)	7	14
投资收益	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	P/S	2	2	1	1	1
少数股东损益	23	17	0	0	0	EV/EBITDA	10	9	10	8	8
营运资金的变动	(617)	(685)	(606)	111	(747)	CAGR(%)	24.8%	27.5%	18.8%	24.8%	27.5%
经营活动产生现金	239	345	290	1060	253	PEG	1.2	1.0	0.9	0.6	0.4
投资活动产生现金	5	(571)	0	0	0	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
融资活动产生现金	(391)	227	(291)	(204)	191	REP	1.7	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源: 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。