

# 通裕重工 (300185) 事件点评

## 新能源环保化发展，智能核废料处理 推荐（维持）

2015年6月12日

### 近期一系列公告

1, 公司使用自有资金 2545 万元收购薛亦安先生、薛玮珏女士持有的东方机电 70% 的股权，项目完成后，东方机电成为本公司的控股子公司，以实现优势互补，提升公司整体竞争力。东方机电已成功完成了巴基斯坦恰希玛一期/二期工程、泰山二期/三期工程、岭澳二期、红沿河一期、宁德一期、中国原子能科学研究院、中核九院、404 厂等国家重点工程中一批有较大难度的机电一体化项目，并得到业主的充分认可，其中中低放核废料智能处理移动厂房、核反应堆压力容器及主管道金属保温层等项目填补了国内空白，技术水平至今仍处于国内领先地位。

2, 公司公布非公开发行预案，本次非公开发行募集资金不超过 148,530.00 万元，股票数量的上限为 22,000 万股。第二大股东山东省高新技术创业投资有限公司承诺不参与本次增发。募集资金将用于以下项目：

项目名称	拟投入募集资金 金额（万元）
核废料智能化处理设备及套服务项目	65,400.00
大功率风电机组关键零部件制造项目	51,660.00
大锻件制造流程优化及节能改造项目	31,470.00
合计	148,530.00

3, 公司于 2015 年 6 月 9 日收到了全资子公司禹城通裕新能源机械铸造有限公司、山东信商物资有限公司现金分红款分别为 81,847,859.39 元和 15,393,634.14 元。上述现金分红款将增加 2015 年度母公司报表利润，但不增加公司 2015 年度合并报表的利润。

### 募投项目经济评价

核废料智能化处理设备及配套服务项目，建设期 18 个月，项目达产后预计年新增营业收入 41,752 万元，年净利润 17,808 万元；大功率风电机组关键零部件制造项目，建设期 18 个月，该项目在达产后预计年新增营业收入为 69,940 万元，年净利润 13,095 万元；大锻件制造流程优化及节能改造项目；建设期约为 18 个月，项目实施后预计年产生直接节能效益 7,331.25 万元，在正常生产经营期年新增利润总额为 4,770.85 万元。

### 盈利预测

公司之前的 IPO 募投项目及超募资金投资项目总计逾 30 亿元，将于 2015 年全部达产，项目主要集中于核电装备产业化、大功率风电主轴和铸锻件；预计这些项目满产可增净利润 3 亿元以上。增发募集投资项目预计 2016 年底达产，假设 2017 年部分投产、2018 年可以达到满产能运行状态。我们预计 2015 年-2017 年的收入分别为 27 亿元、38 亿元和 49.5 亿元，每股收益（增发摊薄后）分别为 0.16 元、0.23 元和 0.31 元。

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	17.83
一年最低价/最高价	3.95 / 17.83
市净率	1.30
流通A股市值(百万元)	12523.6

### 基础数据

每股净资产（元）	3.84
资产负债率（%）	47.0
总股本（百万股）	900.00
流通A股（百万股）	702.39

## 预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2804.9	3530.9	4746.5	6085.1	营业收入	2055.8	2703.4	3811.8	4955.3
现金	392.8	500.0	500.0	600.0	营业成本	1631.9	2135.7	2973.2	3815.6
应收款项	1046.2	1259.1	1775.3	2307.9	营业税金及附加	7.8	10.3	14.5	18.8
存货	1175.4	1521.3	2117.9	2718.0	营业费用	51.6	67.6	95.3	123.9
其他	190.5	250.5	353.2	459.2	管理费用	182.9	227.0	315.7	407.2
非流动资产	4085.6	4425.9	5203.3	4999.0	财务费用	127.8	96.2	154.8	232.1
长期股权投资	103.5	103.5	103.5	103.5	投资净收益	21.5	25.0	30.0	30.0
固定资产	3364.4	3715.5	4503.6	4310.0	其他	6.5	0.7	0.7	0.7
无形资产	322.1	311.3	300.6	289.9	营业利润	81.7	192.3	289.0	388.5
其他	295.6	295.6	295.6	295.6	营业外净收支	19.7	20.0	20.0	20.0
资产总计	6890.5	7956.9	9949.7	11084.1	利润总额	101.4	212.3	309.0	408.5
流动负债	2811.4	1612.0	3836.6	5277.3	所得税费用	27.2	53.1	77.3	102.1
短期借款	2074.7	673.7	2530.0	3599.8	少数股东损益	-6.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	556.2	702.1	977.5	1254.4	归属母公司净利润	80.7	159.3	231.8	306.4
其他	180.6	236.1	329.2	423.1	EBIT	197.6	273.6	423.9	600.6
非流动负债	429.7	1379.7	1379.7	1379.7	EBITDA	336.7	510.4	787.5	1044.6
长期借款	219.9	219.9	219.9	219.9					
其他	209.8	1159.8	1159.8	1159.8	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	3241.1	2991.7	5216.3	6657.0	每股收益(元)	0.09	0.16	0.23	0.31
少数股东权益	139.0	139.0	139.0	139.0	每股净资产(元)	3.90	4.83	4.60	4.29
归属母公司股东权益	3510.4	4826.2	4594.4	4288.0	发行在外股份(百万股)	900.0	998.7	998.7	998.7
益					ROIC(%)	2.5%	3.2%	4.2%	5.2%
负债和股东权益总计	6890.5	7956.9	9949.7	11084.1	ROE(%)	2.3%	3.3%	5.0%	7.1%
					毛利率(%)	20.2%	20.6%	21.6%	22.6%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	EBIT Margin(%)	9.6%	10.1%	11.1%	12.1%
经营活动现金流	46.4	-20.8	-241.7	-107.4	销售净利率(%)	3.9%	5.9%	6.1%	6.2%
投资活动现金流	225.1	-577.5	-1150.9	-249.7	资产负债率(%)	47.0%	37.6%	52.4%	60.1%
筹资活动现金流	-364.3	705.6	1392.7	457.1	收入增长率(%)	24.4%	31.5%	41.0%	30.0%
现金净增加额	-93.6	107.2	0.0	100.0	净利润增长率(%)	37.6%	97.4%	45.5%	32.2%
折旧和摊销	139.1	236.8	363.6	444.0	P/E	91.27	51.29	35.25	26.67
资本开支	-274.3	-577.5	-1150.9	-249.7	P/B	2.10	1.53	1.60	1.72
营运资本变动	-331.7	-426.9	-847.1	-867.8	EV/EBITDA	31.50	20.29	15.97	13.42
企业自由现金流	-270.0	-562.4	-1316.5	-223.1					

数据来源: 东吴证券研究所

**附录：****东方机电在核电设备行业的具有较强的竞争优势，主要体现在以下几点：****1、在中低放核废料处理设备领域具有独特的技术优势**

随着我国核电项目的建设，在核电机组投入使用后，会产生受核材料辐射的废料（主要为中、低水平放射性废物），为有效的保存和处理这些核废料，在核电站建设过程中，均修建数量不等的核废料库用于中转储存核废料，同时选择合适的场所建设核废料永久填埋场，核废料收集在不锈钢桶内，在中转储存库内储存，通过专用汽车运往永久处理场地。无论在核电站中转核废料库还是永久填埋场，由于辐射的原因，需要对核废料桶进行起吊、堆放等无人化搬运工作。东方机电凭借多年来在核电行业的深耕以及对技术的重视，成功研发了核废料处理用数控遥控吊车、核废料智能处理移动厂房等核废料处理领域内的关键设备，东方机电自主研发生产的国内首套核废料智能处理移动厂房于2015年4月通过了国防科技工业局西南监督站、环保部西南监督站、核工业第五中心站清原质量监督小组、中核清原公司、核电工程公司等部门联合验收。东方机电还能提供相关产品培训、后期维护的全过程服务。核电行业的大发展并将带来对核废料处理设备的强劲需求，进而会给东方机电此类产品带来极大的市场机会。

**2、其他核电装备业绩出色**

东方机电一直以核电设备为主业，公司研发生产的核电主管道保温层设备、核电反应堆内车吊具、核电用水工机械等应用于国内外多个核电项目。公司是中国核工业、中国广核、中国中原等知名核电建设厂商持续供应商，在替代进口方面起到了重要作用。另外，通过被国内知名核电建设厂商采购，东方机电的核电设备还出口到巴基斯坦等国家，成功走出国门。

**收购东方机电的必要性：**

（一）优势互补明显，有利于公司与东方机电发挥协同效应做大核电业务东方机电是以核电技术开发、总包和服务为主业的轻资产技术型企业，虽然积累了大量的核电相关技术和生产业绩，并且取得了相关产品的资质认证，但其缺乏大型、精密机械加工及高强度焊接能力，大量部件需要外协加工，容易造成交货延期等，甚至不得不放弃很多商业机会。通裕重工具备从特种钢冶炼、大型铸锻、热处理、精密加工以及焊接的完整生产链，公司近年来加大对对于核电相关产品的研发和生产的投入，但是因为核电相关产品需要严密的生产资质认证，认证过程需要的时间较长，手续繁多，制约了通裕重工的核电产业发展。本次并购完成后，东方机电的设计和技术能力，可以通过通裕重工完整的生产能力，直接转化为经济效益；通裕重工可以借助东方机电的核电产品生产资质和业务关系，加快核电业务的发展。

（二）有利于促进公司产品结构调整，提高整体竞争力

通过本次收购，本公司的产品结构调整又实现了新突破，产业转型升级步伐又往前迈出了一大步，促使公司形成了新的经济增长点。同时，核电设备与风电设备、可燃气体发电设备共同形成了公司新能源装备的主要产品类型，进一步加强公司“新能源”的品牌效应，从而提高公司整体竞争力。

（三）优势互补效应明显，有利于公司充分发挥产业优势，形成规模效益公司拥有国际先进水平的热加工、冷加工和装备制造业关键部件的专业化研发、生产中心，在合金钢特种冶炼、铸造、锻压和热处理、机加工等方面拥有领先的技术、工艺和设备优势，是国内重大装备制造业的领先企业，产业优势明显，为公司与东方机电共同开发及生产核电铸锻件产品提供充分保障。同时公司的产

业优势可以得到充分发挥，形成规模效益，促进公司整体经营业绩的提升。

## 非公开发行募集资金运用必要性及可行性分析

### (一) 项目实施的必要性分析

1、核电发展潜力巨大，核废料处理问题日益突出，核废料智能化处理设备及配套服务需求强劲

2012年10月24日，我国国务院常务会议讨论通过《核电安全规划（2011-2020年）》和《核电中长期发展规划（2011-2020年）》，2013年11月，国家能源局首次提出核电“走出去”战略，目前已取得实质性进展，我国将在巴基斯坦建设6座核电站，已与罗马尼亚、阿根廷分别签订了政府间核能合作协议。随着我国第三代核电机组陆续开工及“一带一路”建设的深入，我国核电出口将取得更大突破。2014年1月20日，国家能源局印发《2014年能源工作指导意见》，对2014年能源工作进行部署，明确将适时启动核电重点项目审批。2014年6月7日，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，明确在采用国际最高安全标准、确保安全的前提下，适时在东部沿海地区启动新的核电项目建设，研究论证内陆核电建设；到2020年，核电装机容量达到5,800万千瓦，在建容量达到3,000万千瓦以上。未来我国核电产业的健康有序的发展符合国家能源发展战略。在我国能源结构中，目前火电装机容量占75%左右，火电机组实际发电量占82%左右。为优化电源结构，我国政府提出了“优先发展水电，积极发展核电，优化发展火电”的能源政策。截止2014年12月31日，我国（大陆地区）的核电总装机容量为2030.6万kW，与到2020年，核电装机容量达到5,800万千瓦，在建容量达到3,000万千瓦以上的目标仍有很大空间，核电发展潜力巨大。核电的大力发展带来了大量的核废料的产生，现今对于大部分核废料的处理手段是将其进行固化后，暂存在核电厂内的核废料库中，经过5~10年后运往国家规划的永久填埋场。由于核废料处置建设落后于核电机组的建设和运行，目前在运核电站堆积了大量的核废料。部分核废料贮存时间过长，秦山核电厂的低、中放核废料贮存超过了20年。核废料暂存罐和钢桶都出现了各种问题，影响到核废料的包容、处理和处置前的回取，超期贮存对设施运行和环境都是一个安全隐患。对于核电厂来说，其厂内贮存设施的空间是有限的，一旦没有足够的空间暂存核废料，核电厂只能停止运行。因此，放射性废物的包容、处理和处置等显得尤为重要。为此，国家环保部初步规划5个中低放核废料永久处理场，我国已建成甘肃的北山中低放核废料处理场和广东的北龙处理场，四川的飞凤山中低放核废料处理场正在建设。已建成的核废料处理场使用的关键设备主要依靠进口，价格高且受到生产国出口管制的影响，因此，迅速提升我国核废料后续处理装备水平，使之国产化、规模化、产业化，满足市场迫切需要，已成为当务之急。核废料转运过程中，由于辐射的原因，需要对核废料通进行起吊、堆放等无人化搬运工作，其使用的就是遥控吊车及配套的移动厂房等智能化处理设备，因此，随着核废料处理问题的日益突出，遥控吊车和移动厂房等核废料智能化处理设备及配套服务需求较大。

2、风电前景广阔，风电机组关键零部件市场需求旺盛

随着全球经济的不断发展，对电力的需求也日渐增加。在电力供应的巨大压力与世界对环境问题的重视下，风能作为一种清洁能源，是可再生能源的主要组成部分，在人类电力提供方面，将占据重要位置。根据我国发布的《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，在“十二五”期间，我国规划风电新增装机7000万kW以上。“十二五”期间，国家规划建设6个陆上和2个海上及沿海风电基地。根据《中国风电发展路线图2050》显示，到2020年我国风电装机容量将达到2亿kW，其中海上风电装机容量达到3000万kW，风电年发

电量达到 3900 亿 KW·h, 将满足 5% 的电力需求。2030 年和 2050 年将分别达到 4 亿 KW 和 10 亿 kW, 将分别满足 8% 和 17% 的电力需求, 二氧化碳减排量将分别达到 6 亿 t 和 15 亿 t。风电的发展将为 2020 年我国二氧化碳排放强度降低 40%-45%、非化石能源占一次能源消费比重 15% 能源战略目标的实现做出重要贡献。截止 2014 年底, 我国风电总装机容量为 1.15 亿 kW, 其中海上风电为 65.8 万 kW, 与上述目标差距较大, 我国风电在未来 20-30 年内将保持快速的发展。全球范围内, 风电作为最具竞争力的新能源类型, 不仅在能源安全和能源供应的多元化方面扮演着重要角色, 也在经济增长、大气污染防治和温室气体减排中发挥了重要作用, 风电已经成为引领可再生能源发电的主要拉动因素。在过去的十五年里, 风电行业实际每年的市场增长率达到 28%, 在 2013 年全球风电装机出现低谷后, 2014 年实现回暖, 根据全球风能理事会《2014 全球风电装机统计数据》, 2014 年全球风电新增装机容量达到 5147.7 万 kW。这一创纪录的装机数据显示全球市场实现了 44% 的年增长率。这一增长也表明全球风电从近两年来的缓速增长中全面恢复。预计到 2020 年世界风电装机容量将能够保持两位数的增长率。

铸件是风力发电设备的重要部件, 包括装置叶片的轮毂、齿轮箱体、机械台架和底座构件等。1~2MW 的机组需 15t 铸件, 3-5MW 风力发电机组需 35~50t 铸件, 欧洲风力协会等单位统计每增加约 6000MW 风力发电机组, 约需铸件 10 万 t/年, 并且国际上约 70% 的风电铸件采购自中国。预计国内每年需要风电机组用铸件 33.3 万 t, 国外约需风电机组用铸件约 169.5 万 t, 保守统计按照 60% 的国际铸件外销率, 则中国年需提供风电机组用铸件约 135 万 t。市场发展潜力巨大。公司近年来在铸造、清理、机加工等围绕大中型铸件生产的综合实力得到大幅提升, 传统机床类铸件、风电轮毂和支架、自用钢锭模等钢锭生产所需辅具类铸件产品已实现批量生产, 除满足企业自身需求外, 产品外销市场良好。正如上文所述, 随着国家发改委《可再生能源中长期发展规划》的发布, 我国风电市场活跃, 风电行业市场前景广阔, 关键设备的国产化也已拉开帷幕。为了满足国内外风电市场需求, 更好的为风电整机制造商提供优质产品, 公司加大在轮毂、机架和轴承座等风电类铸件方面的研发, 目前已能批量提供 2.0MW、2.5MW 等规格的轮毂、机架、轴承座等风电铸件, 并且订单持续增加, 市场前景广阔。通过分析外部场及企业自身条件, 现有铸铁车间拥有很强的传统机床类铸件及风电类铸件的生产技术实力, 但是造型制芯设备及造型面积与其熔炼设备的生产能力不匹配, 不能满足风电铸件市场的订单需求。

3、为进一步提高公司核心竞争力, 降本增效, 公司锻件生产流程和部分设备急需优化改造。随着风电行业的快速发展以及我国技术设施建设的提速, 对 MW 级风电主轴和球墨铸铁管管模等公司目前两大主导锻件产品的市场需求增加。2014 年, 风电主轴和管模的销售收入分别较上年同期增长 84.36% 和 44.85%。随着市场需求的增长, 行业间的竞争也逐渐加剧, 成本控制成为当前行业内各公司提高市场竞争力的主要措施。虽然公司采取了一系列降本增效的措施, 但 2014 年风电主轴和管模的营业成本在营业收入增长的前提下分别较上年同期增长了 68.28% 和 37.40%, 公司还有进一步降低生产成本的空间。目前, 公司的锻件生产车间分布在三个园区: 创业园、创新园、产业园。其中创业园位于禹城市房寺镇, 布置有 31.5MN 锻压机和 12.5MN 锻压机及配套加热炉、锻后热处理炉、部分粗加工车间, 创新园位于禹城市高新区, 布置有热处理车间及部分精加工及粗加工车间, 产业园位于禹城市高新区, 布置生产锻件坯料的新能源铸造公司、120MN 锻压机及配套加热炉、锻后热处理炉、热处理车间及精加工车间。创业园与创新园、产业园间隔近 30 公里, 部分锻件产品需经过三个园区车间的生产过程才能交付客户。首先新能源铸造公司生产出锻件坯料, 通过公路运输 30

公里到达创业园进行锻造和粗加工，再经过 30 公里运到创新园进行热处理，再运回产业园进行精加工并包装入库。31.5MN 自由锻油压机是公司在九十年代初期年采购的二手设备，由于该压机是上个世纪八十年代设计制造的，受当时设计和制造能力的限制，存在许多不足之处。当前该设备的各弊端逐渐体现出来，主要表现在结构陈旧、生产效率低、故障率高等，给企业生产带来严重影响。因该设备位于房寺镇创业园厂区，与产业园区距离 30 公里，物流成本高，并且热送过程中散热严重，造成能源浪费。与 31.5MN 和 12.5MN 油压机配套的工业炉，能耗高、效率低问题更加突出。在这种情况下，优化公司大锻件生产流程，调整生产系统布局，升级改造 31.5MN 和 12.5MN 油压机，用数控技术改造与之配套的机加工设备，并用蓄热式加热炉技术改造公司工业炉，以实现优化生产流程、节能增效的目的迫在眉睫。

## (二) 项目实施的可行性分析

1、公司具有较强的研发能力与生产管理能力，募投项目的实施在技术上具有可行性

通裕重工是国内新兴的重大装备核心部件研发制造企业，长期从事大型铸锻件产品的研发、制造及销售，已经发展为集大型锻件坯料制备、锻造、铸造、热处理、机械加工于一体的综合性企业，公司拥有国家级实验室、国家级企业技术中心和省级工程技术研究中心，拥有专利技术七十余项，其中发明专利十余项，具有较强的自主创新能力，用于生产公司主要产品的核心技术及工艺均为通裕重工自主研发，积累了丰富的生产管理经验。公司（含子公司）目前已成功研发了核废料处理用遥控吊车、移动厂房等核废料智能化处理设备，并已提供用户使用，尤其是为四川飞凤山核废料处理场研制的遥控吊车及移动厂房已经被环保部、国家核安全局、中核集团等部门联合验收，是国内首台套被权威部门验收的核废料处理设备，具有显著的社会效益和经济效益，目前技术上已达到可以产业化的条件。公司 2013 年起既已开始小规模生产轮毂、机架、轴承座等风电机组关键零部件，经过长期的探索和优化，积累了丰富的生产经验，培养了大量的技术和管理人员，为本募投项目的顺利投产打下了良好的基础。此外，公司现有的部分厂房、设备及配套设施能够很好的为本募投项目所利用，节约了投资成本，提高了资产使用效率。

2、公司在核电和风电行业深耕多年，拥有优质的客户资源、良好的行业声誉和过硬的产品业绩，为本次募投项目达产后的产能快速消化提供了巨大的市场空间。核电方面，公司（含子公司）已成功完成了巴基斯坦恰希玛一期/二期工程、秦山二期/三期工程、岭澳二期、红沿河一期、宁德一期、中国原子能科学研究院、中核九院、404 厂等国家重点工程中一批有较大难度的机电一体化项目，并得到业主的充分认可，尤其是四川飞凤山核废料处置场核废料智能化处理设备的成功交付为公司（含子公司）带来了良好的行业声誉，为核废料智能化处理设备的市场开拓提供了良好基础。风电方面，公司是国内最大的 MW 级风电主轴供应商，作为风电主轴的龙头企业，在风电关键零部件生产销售方面已具备十余年的行业经验，在业内具有较高的声誉，而且风电主轴的采购厂家主要是风电整机生产厂家及齿轮箱生产厂家，均相对较为集中，且由于风电主轴技术含量较高，定制性高，风电整机生产厂家及齿轮箱生产企业在确定其主轴供货商后，往往会保持相对稳定的合作关系，公司积累了众多优质的客户资源，并且风电主轴的采购厂家与作为风电关键零部件的轮毂、机架、轴承座的采购厂家重合度很大，为本次募投项目达产后的产能快速消化提供了巨大的市场空间。

(注：附录内容来自公司公告)

## 免责声明

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。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。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，需征得东吴证券研究所同意，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：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

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>