

通裕重工 (300185) 季报点评

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

2015年10月28日

投资评级：增持（维持）

投资要点

■ 2015年三季度主营业绩稳步提升，风电主轴业务大幅增长44%。公司主要从事风电主轴、球墨铸铁管管模、其他锻件等大型铸锻件产品。2015Q1-Q3，销售收入17.2亿元，同比+16%，归母净利0.85亿元，同比+13%，其中扣非归母净利0.76亿元，同比+47%。公司主营业绩继续稳步提升，原因在于：主营风电主轴同比+44%，同时海外销售成果显著，出口收入实现3.8亿元，同比+69%，其中风电主轴实现出口收入1.7亿元，同比+111%。

■ 盈利能力稳中有升，新项目释放产能，产品结构优化

2015Q1-Q3毛利率21.46%，同比+1.44pct，主要原因系风电投资回暖（主要产品毛利率近年不断提升）和产品结构变化（毛利率较高的风电主轴收入占比提高）导致。2015Q1-Q3，三项费用合计16.13%，同比-0.12pct，原因是发行中期票据以及银行借款致财务费用大幅增加41%。报告期内，高毛利率的3000支风电主轴、1000支高淬透性球墨铸铁管模具和5000吨MC级系列高速轧辊项目投产。我们预测，随着新项目投产，产品结构不断优化，盈利能力将不断提升。

■ 全球风电市场投资建设持续回暖，公司是行业龙头将充分受益。近期国内风电市场投资建设持续回暖，2013年和2014年新增装机容量分别为1684万千瓦和1981万千瓦，创历史新高。全球风电装机量于2014年彻底回暖，年新增装机量为4730万千瓦。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，风电产品70%以上用于出口。公司抓住风电市场回暖的机遇，积极抢占风电市场，报告期内，公司年产3000支风电主轴项目投产，开始贡献业绩。除风电主轴外，公司还积极开发了风电轮毂、机架等风电铸件类产品，抢占风电铸件高端市场。目前，公司的主要客户已涵盖VESTAS、GE、GAMESA、SUZLON、华锐、东电、上电、国电等国内外龙头企业。

■ 核电发展催生核废料处理千亿市场，驱动公司业绩新增长

核反应堆卸出的核废料往往具有极高的放射性，目前仅约有三分之一被循环处理，其余只能暂时封存。目前我国核废料年产量达650吨，累计产量约3000吨，而随着装机容量的不断扩大，预计2020年我国核废料年产量将超过1000吨，累计产量接近1万吨，核废料处理市场将达千亿规模。公司积极布局核废料处理市场，上半年收购东方机电70%股权，进入到处理设备市场，于7月份并表（2015Q1营收8.2亿）。公司进一步非公开发行股票，募资不超过14.9亿元，其中6.5亿用于核废料智能化处理设备项目。公司多项技术填补国内空白，已有业绩出色。我们认为，未来3-5年内都是行业井喷期，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，相信会成为未来驱动公司业绩增长的新动力。假设增发资金的募投项目预计2016年底达产，我们预计2015年-2017年的收入分别为23亿元、29亿元和35亿元，EPS分别为0.09元、0.11元和0.16元，对应PE为100/81/56X。

■ 风险提示：募投项目投产低于预期

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

huanghf@dwzq.com.cn

联系人 周尔双

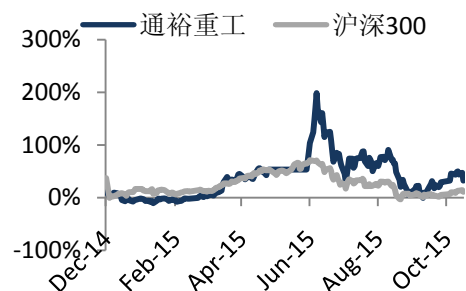
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

联系人 石炯

shijiong@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.58
一年最低价/最高价	5.30/19.20
市净率	2.30
流通A股市值(百万元)	6090.0

基础数据

每股净资产(元)	3.92
资产负债率	51.78
总股本(百万股)	900.00
流通A股(百万股)	709.83

相关研究

通裕重工：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)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2804.9	3124.6	3795.3	4474.3	营业收入	2055.8	2364.2	2955.2	3546.3
现金	392.8	400.0	400.0	400.0	营业成本	1631.9	1844.1	2290.3	2748.4
应收款项	1046.2	1198.3	1497.9	1797.4	营业税金及附加	7.8	7.1	8.9	10.6
存货	1175.4	1313.6	1631.4	1957.7	营业费用	51.6	59.1	73.9	88.7
其他	190.5	212.8	266.0	319.2	管理费用	182.9	202.2	247.2	294.4
非流动资产	4085.6	5698.0	5469.6	5209.7	财务费用	127.8	180.6	242.4	253.6
长期股权投资	103.5	103.5	103.5	103.5	投资净收益	21.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	3364.4	4987.6	4769.9	4520.8	其他	6.5	10.7	10.7	10.7
无形资产	322.1	311.3	300.6	289.9	营业利润	81.7	81.9	103.3	161.4
其他	295.6	295.6	295.6	295.6	营业外净收支	19.7	11.0	11.0	11.0
资产总计	6890.5	8822.7	9264.9	9684.0	利润总额	101.4	92.9	114.3	172.4
流动负债	2811.4	4705.0	5099.8	5447.4	所得税费用	27.2	15.8	19.4	29.3
短期借款	2074.7	3960.8	4175.5	4338.3	少数股东损益	-6.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	556.2	555.7	690.2	828.3	归属母公司净利	80.7	77.1	94.9	143.1
其他	180.6	188.5	234.1	280.9	润	80.7	77.1	94.9	143.1
非流动负债	429.7	429.7	429.7	429.7	EBIT	197.6	262.4	345.8	414.9
长期借款	219.9	219.9	219.9	219.9	EBITDA	336.7	537.1	769.2	897.0
其他	209.8	209.8	209.8	209.8					
负债总计	3241.1	5134.7	5529.4	5877.1	重要财务与估值				
少数股东权益	139.0	139.0	139.0	139.0	指标	2014	2015E	2016E	2017E
归属母公司股东					每股收益(元)	0.09	0.09	0.11	0.16
权益	3510.4	3548.9	3596.4	3667.9	每股净资产(元)	3.90	3.94	4.00	4.08
负债和股东权益总	6890.5	8822.7	9264.9	9684.0	发行在外股份(百	900.0	900.0	900.0	900.0
计					万股)				
					ROIC(%)	2.5%	3.2%	3.6%	4.2%
					ROE(%)	2.3%	2.2%	2.6%	3.9%
					毛利率(%)	20.2%	21.7%	22.2%	22.2%
					EBIT Margin(%)	9.6%	11.1%	11.7%	11.7%
					销售净利率(%)	3.9%	3.3%	3.2%	4.0%
					资产负债率(%)	47.0%	58.2%	59.7%	60.7%
					收入增长率(%)	24.4%	15.0%	25.0%	20.0%
					净利润增长率(%)	37.6%	--	23.1%	50.7%
					P/E	95.73	100.18	81.37	53.98
					P/B	2.20	2.18	2.15	2.11
					EV/EBITDA	32.56	23.94	17.23	15.16

资料来源：东吴证券研究所

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>

