

21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升

—公司事件点评

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2022 年 4 月 29 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

事件

通裕重工发布 2021 年年报和 2022 年一季度报告：2021 年年度实现营业收入 57.49 亿元，同比上涨 1.07%；实现毛利 10.03 亿元，同比下降 25.81%；实现归属母公司净利润 2.85 亿元，同比下降 25.36%。2022 年一季度实现营业收入 13.47 亿元，同比下降 8.38%；实现毛利 1.89 亿元，同比下降 34.93%；实现归属母公司净利润 5200 万元，同比下降 48.20%。

点评

❖ 2021 年收入和利润增长以及毛利率都低于我们的预期

2021 年全年实现营业收入 57.49 亿元，同比上涨 1.07%；实现毛利 10.03 亿元，同比下降 25.81%；实现归属母公司净利润 2.85 亿元，同比下降 25.36%。全年实现综合毛利率 17.45%，与 2020 年全年相比下降了 6.33 个百分点，与 2021 年第四季度相比提高了 2.683.38 个百分点。

公司 2021 年营业收入和净利润增速都低于我们预期，主要是因为下游实际吊装量明显低于预期，而且主要以海上风电订单为主，公司受制于产品结构，营收增速低于行业平均。整体毛利率远低于预期，主要是受原材料涨价影响以及 21 年相关订单毛利率逐季下降远超预期所致。而且公司 21 年原有库存水平较低，原材料的涨价幅度远超预期，对公司毛利率的冲击较大。

❖ 2022 年一季度公司经营继续低于预期，但毛利率有望见底

2022 年一季度实现营业收入 13.47 亿元，同比下降 8.38%；实现毛利 1.89 亿元，同比下降 34.93%；实现归属母公司净利润 5200 万元，同比下降 48.20%。实现综合毛利率 14.11%，与 2021 年第一季度相比降低了 5.76 个百分点，与 2021 年全年相比降低了 3.34 个百分点，与 2021 年第四季度相比降低了 0.67 个百分点。

公司一季度收入和利润增速以及毛利率都低于我们预期，主要是 22 年一季度仍然在执行和消化 21 年的低价订单，但公司一季度毛利率的环比下降幅度已经有所收敛。公司近期新签订单价格水平和毛利率水平已经见底回升，公司库存方面也有了更充分的准备，一季度的毛利率大概率是拐点，风电主轴和铸件毛利率都将开始修复，预期后续的收入结算毛利率将有明显回升。

❖ 盈利预测

公司 2021 年全年业绩表现低于我们的预测，22 年一季度业绩远低于我们的预期，主要是 22 年一季度在继续消化 21 年毛利率较低的相关锻造和铸造订单。但当前 22 年第二季度全国疫情管控影响较大，二季度锻造主轴和风电铸件业务能否如预期发力还需观察。我们根据公司 2021 年报和 22 年一季度数据，谨慎考虑调整相应预测模型。

我们预计公司 2022-2024 年，可实现营业收入 64.59、73.25 和 84.11 亿元，归属母公司净利润 3.65、4.52 和 5.60 亿元，总股本 38.97 亿股，对应 EPS0.37、0.46 和 0.57 元。2022 年 4 月 29 日，股价 2.45 元，对应市值 95 亿元，2022-2024 年 PE 约为 26、21 和 17 倍。

国家碳中和战略的确定改变了对风电行业未来 3-5 年总量的预期，我们认为风电行业在 2021 年抢装结束后的景气度回归常态的时间将会拉长。综合来看，我们认为公司 21 低价订单基本消化完成，针对原材料涨价也做了相应准备，核心业务毛利率有望见底回升，有所改善。综上所述，我们维持公司“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济低于预期、行业竞争加剧、风电业务增长低于预期。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	5749	6459	7325	8411
+/-%	1%	12%	13%	15%
归属母公司净利润(百万)	285	365	452	560
+/-%	-25%	28%	24%	24%
EPS(元)	0.29	0.37	0.46	0.57
PE	33.54	26.14	21.10	17.06

资料来源：公司 2021 年年报、2022 年一季度，预测截止日为 2022 年 4 月 29 日、川财证券研究所

❖ 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	138469	10491	10407	11416	营业收入	5748.73	6459	7325	8411
货币资金	1018	65	73	84	营业成本	4745.40	5273	5933	6763
应收和预付款项	2088	5480	5820	5434	营业税金及附加	62.19	70	79	91
存货	2428	3617	3184	4568	营业费用	41.66	47	53	61
其他流动资产	132936	1329	1329	1329	管理费用	341.78	384	436	500
非流动资产	6416	4311	4325	4023	财务费用	194.80	233	264	303
长期投资	52	52	52	52	减值损失	38.30	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	公允价值变动收益	0.00	0	0	0
固定资产和在建工程	5340	5298	5256	5214	投资净收益	1.17	0	0	0
无形资产和开发支出	501	501	501	501	营业利润	325.76	453	561	693
其他非流动资产	519	-1543	-1487	-1748	其他非经营损益	33	0	0	0
资产总计	144885	14802	14732	15438	利润总额	359	453	561	693
流动负债	5013	5472	4552	6099	所得税	59	68	84	104
短期借款	3433	3730	2647	3949	净利润	300	385	477	589
应付和预收款项	1580	1742	1905	2151	少数股东损益	15	19	24	30
非流动负债	5336	5132	4050	5351	归属母公司净利润	285	365	452	560
长期借款	325	325	325	325	EBITDA	2079	2377	2753	3203
其他非流动负债	5011	4807	3724	5026	EPS (元)	0.29	0.37	0.46	0.57
负债合计	10349	10604	8601	11450	主要财务比率				
少数股东权益	43	63	87	117	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	3897	3897	3897	3897	成长能力				
资本公积	1370	1370	1370	1370	营业收入	1.1%	12.4%	13.4%	14.8%
留存收益	1246	1535	1894	2338	营业利润	-35.5%	38.9%	23.9%	23.7%
归属母公司股东权益	6512	6802	7160	7604	归属于母公司净利润	-25.4%	28.3%	23.9%	23.7%
负债和股东权益	8700	9967	11698	8393	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	17.5%	18.4%	19.0%	19.6%
单位:百万元					净利率(%)	5.2%	6.0%	6.5%	7.0%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	4.4%	5.4%	6.3%	7.4%
经营活动现金流	28231	21157	93892	40090	ROIC(%)	5.5%	6.2%	6.4%	8.3%
税后经营利润	29992	38466	47655	58939	偿债能力				
折旧摊销	36493	5070	5070	4222	资产负债率(%)	51.3%	49.3%	44.2%	48.0%
利息费用	19520	23251	26370	30280	带息负债比率(%)	54.34%	58.98%	49.92%	56.97%
资产减值损失	3830	0	0	0	流动比率	1.13	1.21	1.34	1.36
营运资金变动	-63748	-45630	14797	-53350	速动比率	0.53	0.43	0.51	0.51
其他经营现金流	2144	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	6981	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.46	0.54	0.54
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	3.16	2.63	3.06	2.65
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	1.95	1.46	1.86	1.48
其他投资现金流	6981	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	103262	37227	-98893	141735	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.09	0.12	0.14
短期借款	0	29670	-108256	130156	每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-0.25	0.35	-0.25
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.05	-0.25	0.35	-0.25
股权筹资	0	0	0	0	估值比率				
支付股利	0	7557	9363	11580	P/E	33.54	26.14	21.10	17.06
其他筹资现金流	103262	0	0	0	P/B	1.47	1.40	1.33	1.26
现金净增加额	138474	58384	-5001	181826	EV/EBITDA	13	19	14	13

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）中报点评：中期业绩符合预期，但毛利率下行压力仍较重(20210816)

【川财研究】通裕重工（300185）年报点评：20 业绩略超预期，但 20 年四季度毛利率超预期下滑(20210413)

【川财研究】通裕重工（300185）中报点评：业绩符合预期，珠海国资入主稳步推进

【川财研究】通裕重工（300185）事件点评：珠海国资果断入主，公司有望成为珠海国资委重要的新能源上市平台

【川财研究】通裕重工（300185）年报和一季报点评：2020 一季度业绩增速亮眼，风电装备模块化业务进展超预期

【川财研究】通裕重工（300185）一季报预告点评：一季度业绩增速远超预期，全年高增长确定性强

【川财研究】通裕重工（300185）：产能扩张打开成长空间，风电支撑业绩高成长

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明