

通裕重工（300185.SZ）/电力设备

证券研究报告/公司点评

2024年5月8日

评级：增持（下调）

市场价格：2.21元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

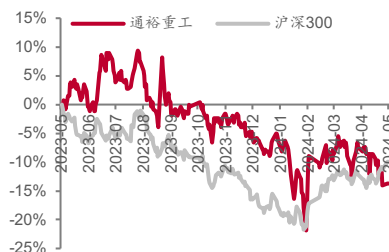
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,913	5,809	6,696	7,551	8,199
增长率 yoy%	2.9%	-1.8%	15.3%	12.8%	8.6%
净利润（百万元）	246	204	278	358	416
增长率 yoy%	-13.6%	-17.0%	36.0%	28.9%	16.3%
每股收益（元）	0.06	0.05	0.07	0.09	0.11
每股现金流量	-0.02	-0.03	0.05	0.08	0.13
净资产收益率	4%	3%	4%	5%	5%
P/E	35.0	42.2	30.9	24.0	20.6
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，当前股价选择2024年5月7日收盘价

### 基本状况

总股本(百万股)	3,897
流通股本(百万股)	3,707
市价(元)	2.21
市值(百万元)	8,612
流通市值(百万元)	8,193

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 相关报告一《通裕重工：主轴龙头优势显著，静待需求释放业绩弹性》

### 投资要点

- **公司发布2023年年报**：2023全年实现营收58.09亿，同比-1.8%，归母净利润2.04亿，同比-17.0%；23Q4实现营收14.23亿，同比-8.3%，环比-6.8%，归母净利润-0.47亿，同比-163.1%，环比-168.9%。**公司发布2024年一季报**：24Q1实现营收13.97亿，同比-2.1%，环比-1.8%，归母净利润0.10亿，同比-87.8%，环比+122.5%。
- **业绩点评**：23Q4环比下滑明显以及24Q1同比下滑，我们判断系：1) 经营端：市场竞争使得量价收缩，以及结构变化进一步拉低毛利率，23Q4收入环比-6.8%，毛利率环比-4.5pct；24Q1收入同比-2.1%，毛利率同比-7.5pct。2) 非经端：23Q4计提资产减值损失0.27亿和信用减值损失0.49亿，进而导致23四季度亏损。
- **2023年业务板块拆分**：风电主轴（含锻造主轴和铸造主轴）收入13.1亿，同比+26.5%，毛利率21.4%，同比-0.4pct；铸件收入9.7亿，同比-0.5%，毛利率16.4%，同比-0.3pct；风电装备模块收入5.1亿，同比-49.1%，毛利率5.4%，同比+0.8pct；其他锻件收入13.7亿，同比+30.4%，毛利率23.7%，同比+0.1pct；锻材收入3.8亿，同比-29.9%，毛利率8.0%，同比+1.0pct；结构件及成套设备收入2.9亿，同比-15.1%，毛利率11.5%，同比-3.6pct；粉末冶金产品收入4.2亿，同比+5.8%，毛利率10.9%，同比+0.2pct。
- **铸锻件相关业务有望修复，产业链延伸进一步打开成长空间**。受风电行业供需以及竞争影响，公司相关铸锻件业务特别是铸件产品盈利受损，后续公司将在生产环节深挖内潜、精准核算降成本、工艺创新提效能，预期修复盈利水平。此外，公司持续加强非风电产品的市场开发，船用锻件、水电锻件等均较上年有明显增长，同时公司也做好开发铸钢产品市场的技术和产能准备，并已取得部分客户的首件铸钢产品订单。
- **盈利预测与投资评级**：考虑风电行业竞争，我们下修盈利预测，预计24-26年实现归母净利润分别为2.8/3.6/4.2亿元（前次预测值24-25年5.7/6.5亿元），同比增长36%/29%/16%，当前股价对应PE分别为31/24/21倍，下调至“增持”评级。
- **风险提示**：行业需求不及预期；产能建设不及预期；市场竞争加剧等。

**盈利预测表**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,454	1,676	1,891	2,053	营业收入	5,809	6,696	7,551	8,199
应收票据	606	699	788	856	营业成本	4,805	5,506	6,193	6,718
应收账款	2,226	2,566	2,894	3,142	税金及附加	63	72	81	87
预付账款	91	104	117	127	销售费用	54	61	68	73
存货	3,346	3,835	4,314	4,679	管理费用	192	219	245	263
合同资产	31	35	40	43	研发费用	185	209	234	251
其他流动资产	490	557	622	671	财务费用	162	203	221	231
流动资产合计	8,214	9,438	10,626	11,528	信用减值损失	-85	-85	-70	-60
其他长期投资	3	3	3	3	资产减值损失	-38	-15	-15	-15
长期股权投资	48	48	48	48	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	5,336	5,050	4,795	4,568	投资收益	0	-1	0	0
在建工程	1,267	1,347	1,417	1,477	其他收益	32	28	30	29
无形资产	430	387	349	314	<b>营业利润</b>	257	353	455	529
其他非流动资产	491	491	491	491	营业外收入	5	5	6	6
非流动资产合计	7,576	7,327	7,103	6,902	营业外支出	1	3	3	2
<b>资产合计</b>	<b>15,790</b>	<b>16,765</b>	<b>17,729</b>	<b>18,430</b>	<b>利润总额</b>	261	355	458	533
短期借款	3,775	4,337	4,764	4,951	所得税	53	73	94	110
应付票据	570	640	705	750	<b>净利润</b>	208	282	364	423
应付账款	1,119	1,257	1,385	1,473	少数股东损益	3	5	6	7
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	205	278	358	416
合同负债	165	190	215	233	NOPLAT	336	443	539	606
其他应付款	198	198	198	198	EPS (按最新股本摊薄)	0.05	0.07	0.09	0.11
一年内到期的非流动负债	243	243	243	243					
其他流动负债	535	585	656	711					
流动负债合计	6,605	7,450	8,166	8,559	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	770	770	770	770	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
应付债券	1,296	1,296	1,296	1,296	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	83	83	83	83	营业收入增长率	-1.8%	15.3%	12.8%	8.6%
非流动负债合计	2,149	2,149	2,149	2,149	EBIT增长率	-11.5%	31.9%	21.6%	12.5%
<b>负债合计</b>	<b>8,754</b>	<b>9,600</b>	<b>10,316</b>	<b>10,709</b>	归母公司净利润增长率	-17.0%	36.0%	28.9%	16.3%
归属母公司所有者权益	6,985	7,110	7,352	7,653	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	51	55	61	68	毛利率	17.3%	17.8%	18.0%	18.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,035</b>	<b>7,165</b>	<b>7,414</b>	<b>7,721</b>	净利率	3.6%	4.2%	4.8%	5.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,790</b>	<b>16,765</b>	<b>17,729</b>	<b>18,430</b>	ROE	2.9%	3.9%	4.8%	5.4%
					ROIC	3.3%	4.2%	4.8%	5.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	55.4%	57.3%	58.2%	58.1%
					债务权益比	87.7%	93.9%	96.5%	95.1%
					流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
					速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	135	129	130	133
					应付账款周转天数	74	78	77	77
					存货周转天数	243	235	237	241
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.05	0.07	0.09	0.11
					每股经营现金流	-0.03	0.05	0.08	0.13
					每股净资产	1.79	1.82	1.89	1.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	42.2	30.9	24.0	20.6
					P/B	1.2	1.2	1.2	1.1
					EV/EBITDA	31	26	24	22

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。