

新兴的风电主轴龙头企业，未来成长可期

——通裕重工新股询价报告

撰写日期：2011年2月21日 发布日期：2011年2月22日



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司简介：

公司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、热处理、机械加工于一体的综合性企业，形成了较强的产业优势。

投资要点：

- 公司主导产品风电主轴和球墨铸铁管管模的产销量全国第一，市场占有率分别为22.11%和34%。
- 公司研发及技术优势明显，拥有自主知识产权的专利技术5项、1项专利的独占使用权、国家重点新产品5项。
- 一体化产业链的模式，保证了公司原材料的质量，降低了公司的生产成本，提高了公司的盈利能力。公司风电主轴平均毛利率达45.55%，管模平均毛利率达47.31%，其他锻件的平均毛利率达35.34%，主营业务平均毛利率为42.45%。
- 公司主要产品的市场份额较大，在业内的市场地位较高，与主要客户的合作关系稳定。

风险提示：

- 电力、冶金、造船、石化、重型机械等下游行业由于宏观经济的调整，受到不利的影 响。
- 未来市场竞争的加剧。

盈利预测及估值：

基于公司现状及未来募投项目的情况，我们预计公司2010-2012年对应发行后全面摊薄的每股收益分别为0.53、0.73和0.98元。

综合考虑整个行业发展前景、公司在行业中所处地位以及公司未来发展前景，给予公司2011年32-36倍的动态市盈率，对应的合理估值区间为**24-27元**，建议询价区间为**21.6-24.3元**。

通裕重工 300185

发行基础数据：

总股本：36000 万
 流通股本：9000 万
 每股收益（2010 预测）：0.53
 每股净资产（2009 年）：3.58
 询价区间：21.6-24.3 元
 发行市盈率：32-36
 主承销商：国金证券股份有限公司

发行前股权结构

股东	持股比例
司兴奎	22.20%
山东高新投	20.00%
朱金枝	11.86%
赵美娟	10.00%
陈秉志	8.33%
其余 41 名股东 (均低于 5%)	27.61%

相关公司 EPS 和 PE (2011 预测)

证券简称	11 年 EPS	PE (2011E)
中国一重	0.27	26.32
二重重装	0.36	41.35
中原特钢	0.36	26.28
华锐风电	3.63	21.22
华锐铸钢	1.19	20.57
天顺风能	0.70	33.86

分析师：张欣

执业证书编号：S0820208030013

联系人：孙霁光

联系电话：021-32229888-3507

Email：sunjiguang@ajzq.com

通裕重工股份有限公司（以下简称“通裕重工”或“发行人”）近期将于创业板首次公开发行不超过9,000万股人民币普通股（A股）。股票代码为300185，该代码同时适用于本次发行的初步询价及网下、网上申购。

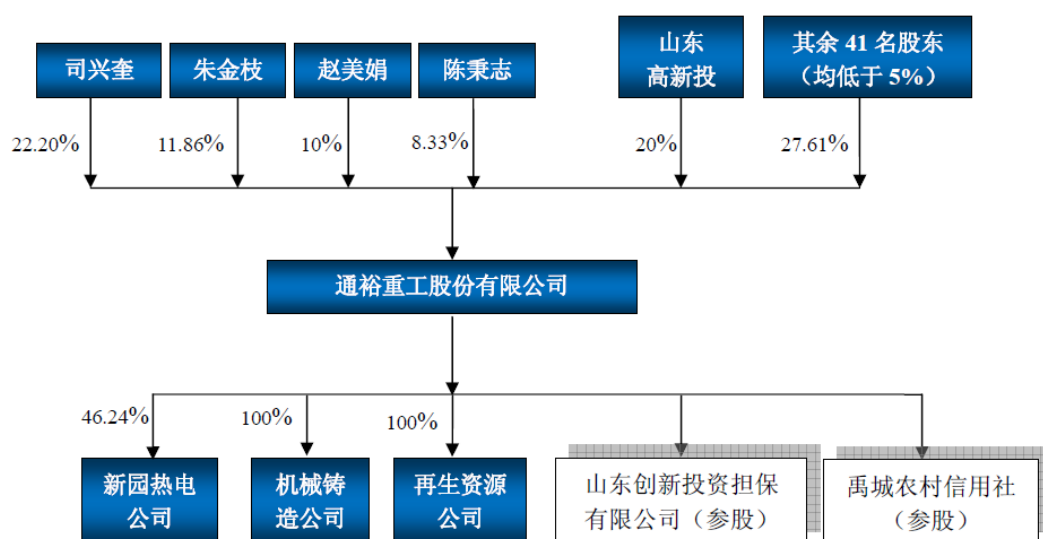
本次发行采用网下向配售对象询价配售（以下简称“网下发行”）和网上向社会公众投资者定价发行（以下简称“网上发行”）相结合的方式进行，其中网下发行占本次最终发行数量的20%，即1,800万股；网上发行数量为本次发行最终发行数量减去网下最终发行数量。

公司概况：

● 股权结构

公司目前共有 46 名股东，其中 32 名为公司员工。公司的实际控制人为第一大股东、董事长司兴奎先生，第三大股东朱金枝先生（董事、副总经理）为其一致行动人，两人目前合计持股比例为 34.06%。公司股权结构图如下：

图 1 发行前股权结构图



资料来源：招股说明书、爱建证券

● 公司主营业务简析：

公司的主导产品为 MW 级风力发电机主轴和 DN50—1600mm 球墨铸铁管管模，其产品在国内市场拥有较高的市场占有率，2009 年度，MW 级风力发电机主轴产销量全国第一，占全国总销量的 22.11%；DN50—1600mm 球墨铸铁管管模产销量全国第一，占全国总销量的 34%。其主导产品均为高端产品，符合我国对装备制造业相关政策。公司在报告期内，主营产品销售情况如下：

图 2 公司风电主轴销售情况

企业名称	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-9 月	
	销量	占有率	销量	占有率	销量	占有率	销量	占有率
国内销量	211	6.69%	1,063	20.72%	2,240	22.11%	2,334	-
出口量	471	-	800	-	305	-	226	-
合计	682	-	1,863	-	2,545	-	2,560	-

资料来源：招股说明书、爱建证券

图 3 公司管模产品的销售情况

企业名称	2006 年		2007 年		2008 年	
	产量	占有率	产量	占有率	产量	占有率
山东通裕	500	22%	800	33%	850	34%
中原特钢	430	19%	750	31%	780	32%
北重安东	400	17%	500	21%	455	18%
太原重机	200	9%	200	8%	120	5%
其它企业	760	33%	170	7%	285	11%
市场总量	2,300	100%	2,420	100%	2,490	100%

资料来源：招股说明书、爱建证券

图 4：公司主营产品收入占比及毛利贡献

主要产品	销售收入及比重							
	销售收入（万元）				收入比重			
	2007	2008	2009	平均	2007	2008	2009	平均
MW 级风力发电机 主轴	13,476.07	32,548.62	39,214.88	28,413.19	21.55%	26.58%	35.18%	27.77%
DN50—1600mm 球墨铸铁管管模	11,396.22	11,543.36	10,079.92	11,006.50	18.22%	9.43%	9.04%	12.23%
合计	24,872.29	44,091.99	49,294.80	39,419.69	39.78%	36.01%	44.23%	40.01%
主要产品	毛利贡献							
	毛利（万元）				毛利比重			
	2007	2008	2009	平均	2007	2008	2009	平均
MW 级风力发电机 主轴	7,094.37	14,409.32	15,680.33	12,394.67	32.68%	43.43%	51.09%	42.40%
DN50—1600mm 球墨铸铁管管模	5,727.27	5,170.32	4,401.61	5,099.73	26.39%	15.58%	14.34%	18.77%
合计	12,821.64	19,579.63	20,081.94	17,494.41	59.07%	59.01%	65.43%	61.17%

资料来源：招股说明书、爱建证券

行业分析：

公司是以大型自由锻件产品为主，属于大型锻件行业，大型锻件行业是装备制造业的基础产业和配套产业，对我国装备制造业的振兴具有重要意义。目前我国大型锻件行业的现状是低端产品产能过剩，而高端产品需要依赖进口，这大大限制了我国由工业大国向工业强国的转型。故此我国当前大力提倡发展高端装备制造业，并颁布了相应的政策对其进行扶持，公司目前的主导产品均为高端产品，也将受益于政策的扶持。

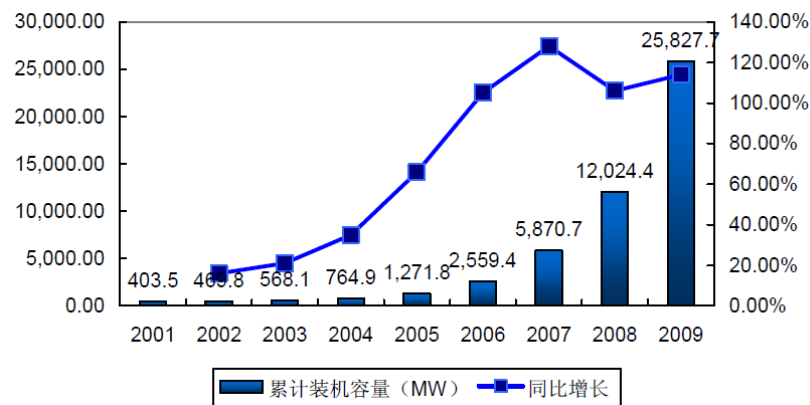
表 1 主要相关政策摘要

序号	文件名称/颁发时间	颁布部门	涉及主要内容
1	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》 2010年 10月 10日	国务院	现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。强化高端装备制造业的基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备；在新能源产业，提高风电技术装备水平，有序推进风电规模化发展。
2	《装备制造业技术进步与技术改造投资方向》 2009年 5月 13日	工信部	对大型铸锻件行业技术进步与技术改造投资方向进行了界定，涵盖了电站锻件、冶金轧辊锻件、大型船用铸锻件、大型轴承圈锻件。
3	《装备制造业调整和振兴规划》 2009年 5月 12日	国务院	指出了加快振兴装备制造业的目标和重点任务，并提出了加快振兴装备制造业的具体要求。明确指出要提升大型铸锻件、基础部件、加工辅具、特种原材料四大配套产品制造水平，夯实产业发展基础。

资料来源：招股说明书、爱建证券

风电主轴作为目前公司的主要产品与下游的风力发电行业联系紧密，我国的风力发电行业从 2006 年步入快速发展阶段，除国内风电整机企业快速发展外，国外各主要风电整机生产厂商也纷纷在中国投资建厂。我国目前风电装机容量已经自 2006-2009 年实现连续四年的翻倍增长，。2009 年我国累计的装机容量占世界 16.3%。根据全球风能理事会的稳健估计，2010 年至 2015 年，我国的风电装机容量将至少保持平均每年 1.8 万 MW 的增长。风电装机容量的稳定增长也会带动相关的零部件的需求增长，预计在不考虑原有风机的更新维修情况下，我国每年风电主轴的需求数量在 12,000 支以上。

图 5 中国历年累计风电装机容量



资料来源：招股说明书、爱建证券

公司主要竞争优势：

● 研发及技术优势

公司拥有省级企业技术中心和省级工程技术研究中心，拥有自主知识产权的专利技术 5 项、1 项专利的独占使用权、国家重点新产品 5 项。公司自主研发的球墨铸铁管管模、数控电梯导轨刨床、25MN 数控校直液压机、大型电渣重熔钢锭、MW 级风力发电机主轴、大口径厚壁超超临界电站锅炉管等高新技术产品，均填补了国内空白，并率先在国内形成了产业化。特别是在风电主轴及管模产品的生产方面，技术及工艺优势明显。公司根据风机主轴服役的特点，为保证其纤维流线的连续性，设计了专用工装，使用大型液压机进行锻造，主轴在整个加工过程中减少了锻造余量，并保持了良好的纤维流向。与传统工艺相比，公司的产品具有主轴力学性能优异、杂质数量少及使用寿命长等特点。而提高使用寿命。

公司目前还研发了直驱式风力发电机的主轴，是我国首家 MW 级直驱式风电主轴的生产企业，延伸了现有的产业链。直驱式风力发电机是一种由风力直接驱动发电机，亦称无齿轮风力发电机，这种发电机采用多极电机与叶轮直接连接进行驱动的方式，免去齿轮箱这一传统部件。由于齿轮箱是目前在兆瓦级风力发电机中属易过载和过早损坏率较高的部件，因此，没有齿轮箱的直驱式风力发电机，具备低风速时效率高、噪音低、寿命长、机组体积小、运行维护成本低等诸多优点，已成为风电装机市场的主流机型。

表 2 公司的核心技术

序号	产品	核心技术名称	技术水平	技术来源	创新性
1	纤维保持型风电主轴	纤维保持型风力发电机主轴成型工艺	国际先进	自主研发	原始创新
2	直驱式风电主轴	直驱式风电主轴制造工艺	国际先进	自主研发	原始创新
3	管模	大直径深孔套料杆技术	国际先进	自主研发	原始创新
4	管模	大直径管模整体锻造技术	国内领先	自主研发	原始创新
5	冷轧辊	含Cr3%-8%深淬硬层冷轧辊生产技术	国内领先	自主研发	原始创新
6	细长管道锻件	细长管道锻件全纤维自由锻技术	国内领先	自主研发	原始创新
7	三通锻件	超超临界火电机组大型三通锻件P91材料设计、冶炼、铸锭、锻造及热处理工艺	国内领先	合作开发	原始创新
8	齿轮	表面具有硬贝氏体组织齿轮的制造工艺	国内领先	许可使用	原始创新
9	电渣锭	30吨数控三相抽底式电渣炉	国内领先	自主研发	原始创新
10	大型核电主管道专用电渣锭	AP1000主管道用超低碳控氮不锈钢大型电渣锭生产技术	国内领先	自主研发	原始创新
11	钢锭	大型空心钢锭铸造工艺开发	国内领先	自主研发	原始创新

资料来源：招股说明书、爱建证券

● 成本优势明显，高毛利率有保证

公司现已形成废钢、钢屑收购——锻造坯料制备——锻造——热处理——机械加工——检验检测为一体的循环经济产业链条，主要生产装备均达国内领先水平，从根本上保证了主导产品的各生产工序间可实现密切衔接、迅速流转，节省了能源和运输费用，提高了产量，实现了废旧资源的循环使用，进一步降低了生产成本。公司目前的一体化的产业链模式不仅提高了公司产品的毛利率和公司的抗风险能力，而且保证了原料的供应及质量。目前公司各主导产品的成本处于国内外同行业中的较低水平，成本竞争优势突出，盈利能力强，报告期内风力发电机主轴平均毛利率达 45.55%，管模平均毛利率达 47.31%，其他锻件的平均毛利率达 35.34%，主营业务平均毛利率为 42.45%。

● 客户资源稳定

公司通过多年的自主创新、潜心经营，主要产品已占据了较大的市场份额，在业内奠定了较高的市场地位，与客户建立了长期战略合作伙伴关系。作为国内最大的风电主轴生产企业，公司风电主轴的主要用户涵盖了丹麦维斯塔斯（2009 年世界排名第一）、美国 GE 风能公司（2009 年世界排名第二）、华锐风电（2009 年世界排名第三）、西班牙歌美飒（2009 年世界排名第六）、东方电气（2009 年世界排名第七）、印度苏司兰（2009 年世界排名第八）、上海电气、国电联合动力、中船重工（重庆）海装风电设备有限公司等国内外主要的风电整机制造企业。作为国内最大的管模生产企业，公司的国内市场主要客户有：新兴铸管、大连万通、圣戈班（徐州）、徐州光大铸管有限公司等国内著名铸管生产企业。同时，公司管模产品远销至印度（印度电力钢铁公司、印度电热公司、印度 KDU 公司、印度 GDU 公司）、韩国（韩国新安公司）、马来西亚（勇达球墨铸铁管有限公司），并通过飞洛贸易销售至埃及、伊朗、沙特、瑞士、土耳其等亚洲、欧洲、非洲各国。

● **产品结构明晰，公司未来成长有保证**

公司现已形成了生产一代、储备一代、研制一代的自主创新体系，既有当前拥有的大型锻件、管模、MW 级风电主轴、数控机床等多个高新产品，又拥有冷轧工作辊、大型支撑辊、船用曲轴、百万千瓦级发电机及汽轮机转子轴、低压汽轮机转子、十万吨级以上的船舶轴系等即将形成产业化的储备产品，还有石油套管、核电装备、限动芯棒制造等后续研发产品。

IPO 募投项目简析：

公司此次的募集资金主要投向三个项目，均为公司现有产品的延伸或升级。公司的相关技术准备充分，项目的市场前景也明确。

图 6 募集资金使用计划

序号	项目名称	投资额（万元）	使用计划（万元）		
			第一年	第二年	第三年
1	年增 3000 支 3MW 以上纤维保持型及直驱式风电主轴技术改造项目	62,156.00	27,693.00	18,462.00	16,001.00
2	年增 1000 支高淬透性球墨铸铁管模具技术改造项目	15,914.00	6,609.00	4,406.00	4,899.00
3	年增 5000t MC 级系列高速冷轧工作辊技术改造项目	30,019.00	15,984.60	10,656.40	3,378.00
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

资料来源：招股说明书、爱建证券

- 我国风力发电市场已经连续四年保持了100%的增长率，以2009 年风电主轴市场新增需求量 10,129 支为基数计算，保守估计未来五年市场新增风机台数保持15%的增长速度，则2015 年的新增主轴市场需求将达到23,429 支。公司募投项目达产后，原有主轴产能与募投项目新增产能总和将达到5,000 支年生产能力，若以2015 年为募投项目完全达产的第一年，则不计出口因素，公司的年生产能力约占市场需求量的21.34%，略低于发行人2009 年的市场占有率。新增产能市场开拓压力不大。
- 管模由于产品的使用领域较小，从事管模生产的企业相对比较集中，国内管模生产主要集中在四家企业，分别为通裕重工、中原特钢、北重安东和太原重工，其中前三家的市场占有率达到80%以上。公司是其中规模最大的生产企业，目前生产能力已经饱和，不能够满足由于城镇化进程引起未来强劲的市场需求。此次募投项目达产后，公司将进一步提高公司的工艺装备水平，提升产品附加值与市场占有率。
- 轧辊是轧钢厂轧钢机上的重要零件，是轧钢设备的最主要消耗部件。2010年国内轧辊的需求约为

7.5万吨左右，其作为主要的消耗部件，需求稳定。支承辊用于带钢热连轧机、带钢冷连轧机、连铸连轧机组、中厚板轧机、单/双架板带轧机，有色金属板带轧机。预计其未来国内需求量每年约在1,200~1,300支。公司未来将发挥整体产业链的优势（主要竞争对手中钢邢台、宝钢常州均不能生产大型锻造支承辊，一重、二重均不能生产大型电渣钢锭原材料，而公司现已成为国内最大的电渣钢锭生产供应基地），从原材料上保证产品的质量、降低原辅材料成本，发挥公司决策快、管理成本低的优势，提高市场占有率。

风险提示：

- 公司大型锻件产品主要用于电力、冶金、造船、石化、重型机械等行业，未来以上下游行业由于宏观经济的调整所受到的不利影响，将影响公司的业绩。
- 公司目前的主导产品，市场需求旺盛，目前已有较多公司计划进入相关领域，未来公司如不能加强自身竞争优势，抓住机遇继续提高市场份额，将可能在未来的竞争中处于不利地位。

盈利预测与估值：

基于公司现状及未来募投项目的情况，我们预计公司2010-2012年的营业收入分别为1116.72、1507.15和1879.61百万元，净利润分别为189、264和351百万元，对应发行后全面摊薄的每股收益为0.52、0.73和0.98元。

我们选取了一些相关行业的上市公司进行了参考对比分析，采用相对估值的方法对公司进行估值。综合考虑整个行业发展前景、公司在行业中所处地位以及公司未来发展前景，给予公司2011年32-36倍的动态市盈率，对应的合理估值区间为**24-27元**，建议询价区间为**21.6-24.3元**。

表 3：主要参考公司的 EPS 和 PE

证券代码	证券简称	2月21日股价	2010EPS	2011EPS	PE (2010)	PE (2011)
601106.SH	中国一重	7.6	0.18	0.27	41.28	27.94
002423.SZ	中原特钢	9.33	0.25	0.36	36.80	26.28
601268.SH	二重重装	14.79	0.22	0.36	68.06	41.35
002531.SZ	天顺风能	23.77	0.47	0.70	50.63	33.86
002204.SZ	华锐铸钢	24.4	0.00	1.19	0.00	20.57
601558.SH	华锐风电	77.05	2.81	3.63	27.38	21.22

资料来源：WIND、爱建证券

表 4：盈利预测

主营业务	2009	2010E	2011E	2012E
风电主轴				
销售收入（百万元）	392.15	470.58	555.28	644.13
增长率		20.00%	18%	16%
毛利率	39.99%	40%	40%	40%
管模				
销售收入（百万元）	100.8	112.90	126.44	141.62
增长率		12%	12%	12%
毛利率	43.67%	44%	44%	44%
其他锻件				
销售收入（百万元）	220.86	132.516	344.54	516.81
增长率		-40%	160%	50%
毛利率	31.40%	33%	33%	33%
其他业务				
销售收入（百万元）	400.73	400.73	480.88	577.05
增长率		0	20%	20%
毛利率	9.16%	10%	10%	10%
销售总收入（百万元）	1114.54	1116.72	1507.15	1879.61
毛利（百万元）	306.89	321.71	439.54	548.22
平均毛利率	27.54%	28.81%	29.16%	29.17%
归属母公司的净利润（百万元）	169	189	264	351

资料来源：招股说明书、爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。