

通裕重工(300185)新股定价报告

—国内大型锻件细分产品行业龙头
工业/其他专用机械

定价区间
24.60-28.70 元

发布时间: 2011 年 3 月 7 日

投资要点:

- 公司主要从事大型锻件产品的生产与销售。主营业务包括风电主轴、管模、其他锻件（火电锻件、核电锻件、冶金锻件、船用锻件）等大型锻件产品,其他业务包括电力发电、钢锭等。在核电业务方面,公司的 AP1000 第三代核电主管道热段弯管用电渣钢锭已批量生产。
- 公司两大主要产品风电主轴及管模的市场份额为国内首位。公 2009 年,风电主轴、管模两大主要业务的销售收入占比为 44.23%,而毛利占比达到 65.43%。公司是我国最大的球墨铸铁管管模和 MW 级风电主轴生产企业,2009 年风电主轴在国内的市场占有率为 22%,管模市场占有率为 34%。
- 我国大型锻件产品主要应用于电力、冶金、造船、石化、重型机械等行业;2006 年至 2008 年行业的年复合增长率为 13%。
- 募投项目:募集资金主要用于年增 3000 支 3MW 以上纤维保持型及直驱式风电主轴、年增 1000 支高淬透性球墨铸铁管模具、年增 5000 吨 MC 级系列高速冷轧工作辊等项目,总投资约为 16.4 亿元,项目建设周期为 2 年。
- 公司盈利预测与估值:预计公司 2010-2012 年的分别为 0.51、0.82、1.02 元,给予 2011 年 30-35 倍的市盈率,对应的股价为 24.60-28.70 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	111,454	-9.0%	16,864	10.4%	0.47			
2010E	112,325	0.8%	18,533	9.9%	0.51			
2011E	159,502	42%	29,481	59.1%	0.82			
2012E	210,542	32%	36,675	24.4%	1.02			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	27,000
发行数量 (万股)	9,000
发行价格 (元)	25.00
发行前 EPS (元)	0.62
发行后 EPS (元)	0.47
发行前每股净资产 (元)	4.10
发行日期	2011-02-25
上市日期	2011-3-8
主承销商	国金证券

分析师: 周思立 联系人: 黎焜
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6337 7000-273
FAX: (8621)6337 3209
Email: lik@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一. 公司是国内大型锻件细分产品行业龙头

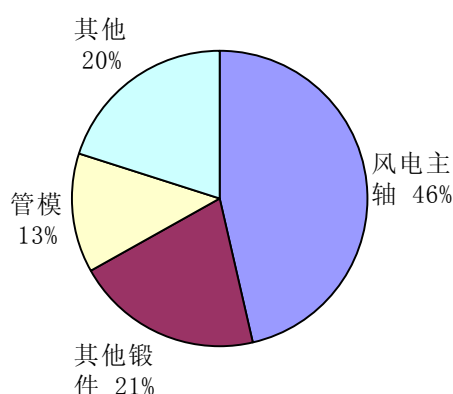
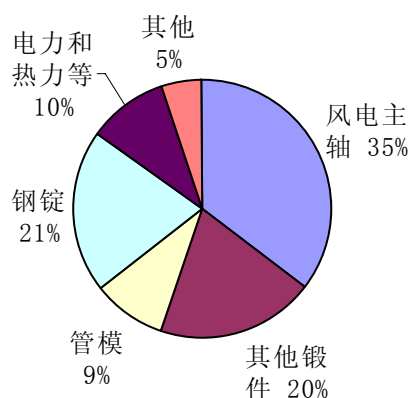
1.1 公司概况

公司主要从事大型锻件产品的研发、制造及销售，主营业务包括风电主轴、管模、其他锻件（火电锻件、冶金锻件、船用锻件）等大型锻件产品，其他业务包括电力发电、钢锭等。

2009年，风电主轴、管模两大主要业务的销售收入占比为44.23%，而毛利占比达到65.43%。

图1: 2009年公司主要产品与营业收入占比

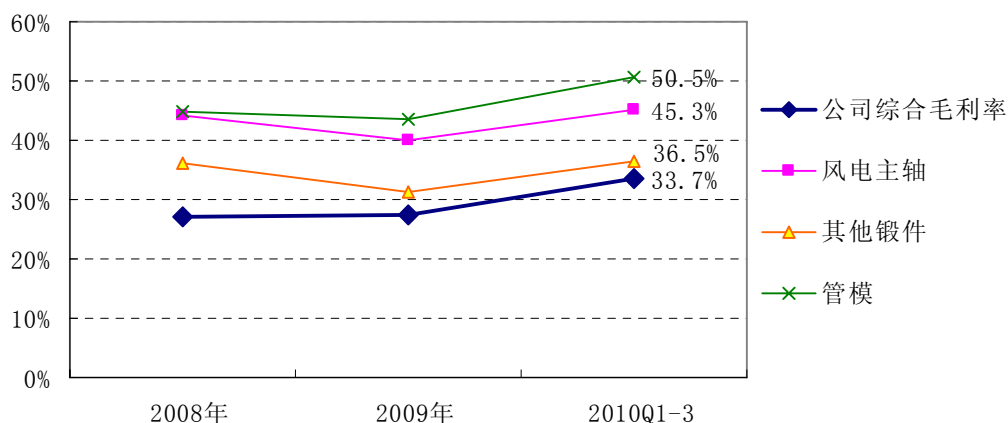
图2: 2009年公司主要产品毛利率占比



资料来源：公司招股说明书，东北证券

2007年度至2010年1-9月，主营业务收入风电主轴、管模和其他大型锻件的生产与销售毛利贡献占公司毛利贡献的比例分别为91.49%、77.52%、88.03%和84.84%，主营业务毛利率分别为45.40%、42.13%、37.85%和44.43%。其他业务的毛利率相对较低，2009年，公司的综合毛利率为33.7%。

图3: 2008年-2010年前三季度公司主要产品与综合毛利率



资料来源：公司招股说明书，东北证券

核电产品：公司于2009年生产国内首支AP1000第三代核电主管道热段弯管用 电渣钢锭并已批量生产，为公司进入核电市场奠定了基础。2010年1月份，公司核电相关产品的销售额达到500多万元，核电业务是公司未来重点计划发展的业务之一。

1.2 公司主要产品：风电主轴及管模的市场占有率为国内第一

公司主导产品风电主轴及管模的市场占有率位居国内首位。2007 年至2009 年，公司风电主轴销售分别为682 支、1,863支、2,545 支，2009年风电主轴在国内的市场占有率达到22.1%。2009年我国管模总产量约为2700支，公司产量为912支，市场占有率为34%。

公司1.5MW-5MW风电主轴均达国际先进水平，也是国内第一家生产3MW以上主轴的企业。

表1: 2007年-2009年公司风电轴承年销售收入（单位：万元）

主要产品类别	2007	2008	2009
MW 级风力发电机主轴	13,476	32,549	39,215
DN50—1600mm 球墨铸铁管管模	11,396	11,543	10,080

资料来源：公司招股说明书，东北证券

公司风电主轴的主要用户涵盖了丹麦维斯塔斯、美国GE 风能、华锐风电、西班牙歌美飒、东方电气、印度苏司兰、上海电气、国电联合动力、中船重工等风电整机制造企业。

表2: 公司主要竞争者

产品类别与主要竞争者	公司产能简介
1. 风电主轴行业主要竞争企业	
江苏国光重型机械	风电主轴生产能力为 1500 支/年，规格范围为 600KW-3MW，2009 年销售量 1,000-1,200 支
武汉重工铸锻	风电主轴年产量为 1000 支左右，主要为 2.0MW 以下规格
莱芜金雷风电科技	风电主轴年产量大约为 800-1,000 支，1.0MW 至 2.5MW
二重	预计 2011 年将形成年产 1500 根 MW 级风电主轴的生产能力
2. 管模行业主要竞争企业	
中原特钢	2009 年铸管模销售量达 1,884 吨
北重安东机械	

资料来源：公司招股说明书，东北证券

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铸管生产企业。

图4：管模主要厂家2008 年市场占有率统计

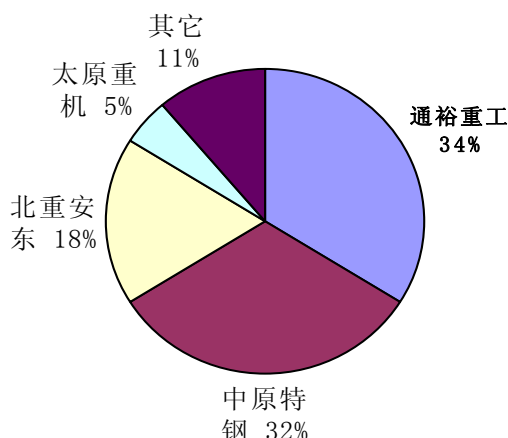
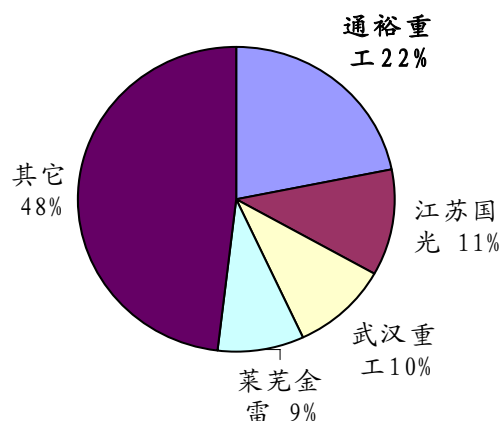


图5：风电主轴主要厂家2009年市场占有率统计

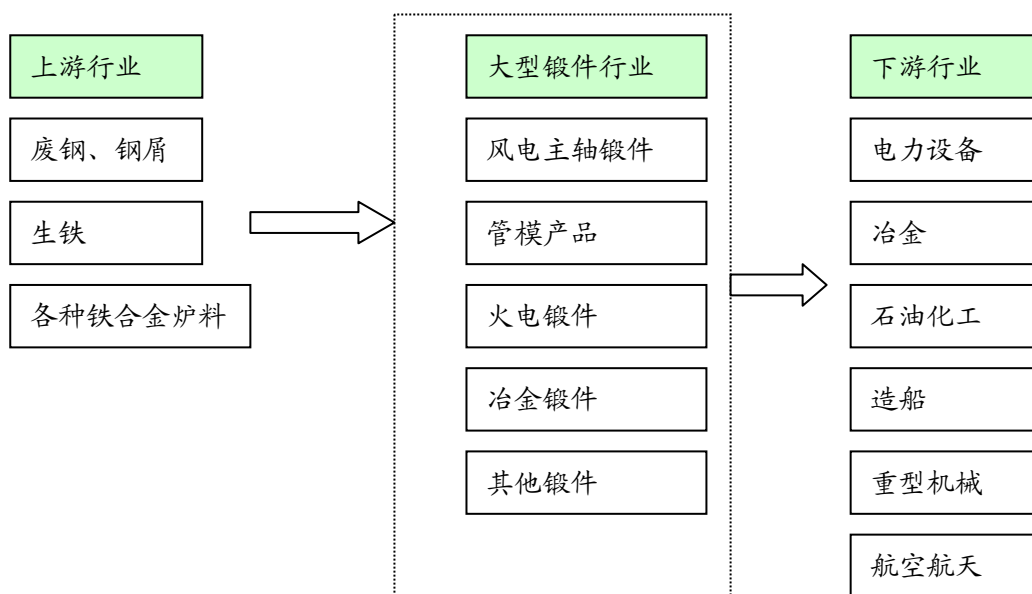


资料来源：公司招股说明书，东北证券

二、大型锻件行业需求受电力、冶金、造船、石化和制造等下游行业影响

我国大型锻件产品主要应用于电力、冶金、造船、石化、重型机械等行业，2006 年至 2008 年行业的年复合增长率为13%。

图5：大型锻件行业与上下游行业关系如下图所示



➤ 风电主轴：预计国内每年需要风电主轴的数量稳定在12,000 支以上；

中国风能协会预计，未来我国风能仍将保持快速发展，我国每年的风电装机规模要突破3000万千瓦，海上风电则每年会突破400万到500万千瓦。

➤ 管模产品：2009年，国内管模需求数量为2700 支，预计未来需求年增速为12%左右，到 2015 年需求数量将达到4760 支；

球墨铸铁管主要用于城市市政、水利基础设施需要的供排水管道以及煤气管道等领域。

- 火电站用大型锻件：预计国内大型火电锻件年均需求量为0.95~1.42 万吨；
- 冶金用大型锻件：主要包括冶金轧辊、连铸辊等各种辊件等。

三. 募投项目

募集资金主要用于年增3000支3MW以上纤维保持型及直驱式风电主轴项目、年增1000支高淬透性球墨铸铁管模具技术改造项目、年增5000吨MC级系列高速冷轧工作辊技改等项目。公司2009 年产能超过3.8 万吨，项目投产后预计年产能将超过10 万吨。项目建设周期为2 年，投产第1 年达产50%，第2 年达产70%，第3 年完全达产。

表3: 公司募投项目（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	募集资金投资额
年增 3000 支 3MW 以上纤维保持型及直驱式风电主轴技改项目	99,493	62,156
年增 1000 支高淬透性球墨铸铁管模具技术改造项目	27,345	15,914
年增 5000t MC 级系列高速冷轧工作辊技术改造项目	37,900	30,019

资料来源：公司招股说明书，东北证券

项目达产后，公司风电主轴年生产能力总计将达到5000 支，预计2015 公司的年生产能力约占市场需求量的21.34%，略高于目前的市场份额。2015年，管模预计总年生产能力将达到1900支，市场占有率预计将由2009 年的34%提高到40%左右。

预计2010 年至2012 年2.5MW 以下风电主轴将保持在年产3,000 支以上成品,主要机型将由1.5MW 逐渐向2MW 过渡。

表4: 风电主轴项目各年的计划产量

	T 年	T+1 年	T+2 年
2.5MW（含）以上风电主轴	1500	2100	3000

资料来源：公司招股说明书，东北证券

四. 公司盈利预测与估值

预计公司2010-2012年的分别为0.51、0.82、1.02元，参考可比公司的估值，给予2011 年30-35倍的市盈率，对应的股价为24.60-28.70元。

表5: 可比公司盈利预测与估值

证券简称	股价	EPS			PE		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
中国一重	7.19	0.17	0.28	0.36	42.3	25.7	20.0
二重重装	14.67	0.22	0.35	0.51	66.7	41.9	28.8
丰东股份	18.16	0.24	0.32	0.41	76.8	56.4	44.0
中原特钢	9.15	0.26	0.35	0.45	35.2	26.1	20.3
天顺风能	23.22	0.4	0.58	0.75	58.1	40.0	31.0

资料来源：东北证券

表6: 公司盈利预测

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	122,433	111,454	112,325	159,502	210,542
减: 营业成本	89,256	80,764	75,820	111,811	148,432
毛利率 (%)	27.1%	27.5%	32.5%	29.9%	29.5%
营业税金及附加	826	835	854	1,196	1,579
销售费用	1,371	1,014	1,157	1,643	2,169
销售费用率 (%)	1.12%	0.91%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	4,219	5,060	7,301	9,889	12,422
管理费用率 (%)	3.4%	4.54%	6.5%	6.2%	5.9%
财务费用	6,260	3,729	4,381	-1,595	211
财务费用率 (%)	5.11%	3.35%	3.90%	-1.00%	0.10%
资产减值损失	1,194	-771	1,123	1,276	1,684
加: 投资净收益	154	-656	1,011	1,276	1,684
二、营业利润	19,462	20,166	22,701	36,558	45,730
加: 营业外收入	971	2,254	1,797	2,393	2,737
减: 营业外支出	214	155	112	160	211
三、利润总额	20,218	22,265	24,386	38,791	48,256
减: 所得税	4,861	5,343	5,853	9,310	11,582
四、净利润	15,357	16,922	18,533	29,481	36,675
五、每股收益 (元)	0.42	0.47	0.51	0.82	1.02

资料来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。