20 业绩略超预期，但 20 年四季度毛利率超预期下滑

通裕重工（300185）事件点评

事件

通裕重工发布 2020 年年度报告，2020 年全年实现营业收入 56.88 亿元，同比增加 41.22%；实现毛利 13.52 亿元，同比增长 29.62%；实现归属母公司净利润 3.81 亿元，同比增长 62.24%。

点评

❖ **公司 2020 年业绩略超我们预期，公司风电业务充分受益国家碳中和战略，空间有望超预期，行业总量增速有望更持续**

2020 年全年实现营业收入 56.88 亿元，同比增加 41.22%；实现毛利 13.52 亿元，同比增长 29.62%；实现归属母公司净利润 3.81 亿元，同比增长 62.24%。实现综合毛利率 23.78%，与 2020 年前三季度相比降低了 2.20 个百分点，与 2019 全年相比提高了 2.13 个百分点，公司全年业绩表现略高于我们的预期。2020 年 10-12 月，实现总营业收入 16.73 亿元，同比增长 31.95%；毛利 3.09 亿元，同比降低了 6.93%；归属母公司净利润 0.54 亿元，同比下降 13.43%。四季度毛利和净利润同比负增长的原因主要是主营业务毛利率同比大幅下降了 7.71 个百分点。与 2020 年第三季度相比，收入和毛利同比增速也都明显下滑，我们认为主要是因为 2020 年四季度行业供求缺口有所缓解，相应铸锻件价格向常态回归以及上游大宗商品价格上涨推升公司成本；同时公司风电模块化业务开始贡献收益，收入体量较大而毛利率比较低，拉低了公司综合毛利率。

❖ **盈利预测**

我们根据公司年报信息调整公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年，可实现营业收入 66.03、73.67 和 74.36 亿元，归属母公司净利润 4.44、4.27 和 3.73 亿元，总股本 38.97 亿股，对应 EPS 0.11、0.11 和 0.10 元。2021 年 4 月 12 日，股价 3.29 元，对应市值 127 亿元，2021-2023 年 PE 约为 29、30 和 34 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。公司风电装备模块化业务的收入体量超出我们的预期，但毛利率很低，可能很难对冲风电行业景气度回归对公司业绩的影响，我们暂时维持公司“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济低于预期、行业竞争加剧、新产品放量低于预期。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	5688	6603	7367	7436
+/-%	41%	16%	12%	1%
归属母公司净利润(百万)	381	444	427	373
+/-%	62%	16%	-4%	-13%
EPS(元)	0.10	0.11	0.11	0.10
PE	33.62	28.88	30.02	34.36

资料来源：公司 2021 年年报、预测截止日为 2021 年 4 月 13 日、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	机械设备/高端制造与科技/电子
报告时间	2021/4/13
前收盘价	3.29 元
公司评级	增持评级

分析师

孙灿
证书编号：S1100517100001
suncan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6477	8890	6228	9156
货币资金	1228	66	74	74
应收和预付款项	1816	1906	1916	1873
存货	2333	6211	3320	6301
其他流动资产	1099	707	918	908
非流动资产	5997	4482	7093	4081
长期投资	35	35	35	35
投资性房地产	4	4	4	4
固定资产和在建工程	5072	5046	5019	4992
无形资产和开发支出	528	528	527	527
其他非流动资产	357	-1131	1508	-1478
资产总计	12473	13372	13322	13237
流动负债	4573	28622	28326	28406
短期借款	3161	26679	26569	26400
应付和预收款项	1412	1943	1757	2006
非流动负债	5237	22829	20108	22358
长期借款	592	592	592	0
其他非流动负债	4645	22236	19516	22358
负债合计	9810	51450	48434	50764
少数股东权益	202	247	292	333
股本	3268	3268	3268	3268
资本公积	1145	1145	1145	1145
留存收益	1154	1580	2011	2409
归属母公司股东权益	5567	5993	6424	6822
负债和股东权益	8700	9967	11698	8393

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	694	-4478	5181	-3301
税后经营利润	411	763	773	714
折旧摊销	332	38	38	27
利息费用	232	183	204	206
资产减值损失	102	0	0	0
营运资金变动	-407	-5462	4166	-4247
其他经营现金流	23	0	0	0
投资活动现金流	231	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	231	0	0	0
筹资活动现金流	821	4193	-4295	4115
短期借款	0	3900	-4591	3841
长期借款	0	0	0	0
股权筹资	0	0	0	0
支付股利	0	293	297	274
其他筹资现金流	821	0	0	0
现金净增加额	1745	-285	886	814

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5688	6603	7367	7436
营业成本	4335	5137	5823	5956
营业税金及附加	61	71	79	80
营业费用	44	51	57	58
管理费用	385	447	498	503
财务费用	257	299	333	336
减值损失	-102	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	24	0	0	0
营业利润	528	599	576	503
其他非经营损益	-13	0	0	0
利润总额	515	599	576	503
所得税	110	129	124	108
净利润	404	470	453	395
少数股东损益	23	27	26	22
归属母公司净利润	381	444	427	373
EBITDA	1079	1118	1151	1072
EPS（元）	0.10	0.11	0.11	0.10

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	41.2%	16.1%	11.6%	0.9%
营业利润	19.4%	13.6%	-3.8%	-12.6%
归属于母公司净利润	62.2%	16.4%	-3.8%	-12.6%
获利能力				
毛利率(%)	23.8%	22.2%	21.0%	19.9%
净利率(%)	6.8%	11.6%	10.5%	9.6%
ROE(%)	6.8%	12.0%	11.3%	9.8%
ROIC(%)	6.1%	11.0%	6.8%	9.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.5%	34.6%	34.2%	33.7%
带息负债比率(%)	56.45%	26.40%	25.80%	25.60%
流动比率	1.16	1.76	1.74	1.75
速动比率	0.60	0.57	0.95	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.70	1.79	1.80
应收账款周转率	0.66	0.59	0.59	0.59
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.11	0.11	0.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	-1.15	1.33	-0.85
每股净资产(最新摊薄)	1.43	1.54	1.65	1.75
估值比率				
P/E	33.62	28.88	30.02	34.36
P/B	2.30	2.14	2.00	1.88
EV/EBITDA	13	17	12	17

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的、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，需在允许的范围内使用，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