



内部编号: 2025060317

通裕重工股份有限公司

创业板向不特定对象发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

项目负责人: 刘佳  liujia@shxsj.com
项目组成员: 阮奔奔  ruanbenben@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025)100241】

评级对象：通裕重工股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券

通裕转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2025 年 6 月 26 日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2024 年 6 月 25 日

首次评级：AA/稳定/AA/2021 年 10 月 14 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 产业链较完备、具备一定研发和技术优势。通裕重工已形成了“特钢冶炼/电渣重熔-锻造/铸造/焊接-热处理-机加工-大型成套设备设计制造”较完备的产业链条。公司为国家级高新技术企业，拥有多个国家级和省级研发中心，具备一定研发和技术优势。
- 部分产品在细分市场竞争实力较强。通裕重工产品种类丰富，应用领域广泛，其中风电主轴、船舶用传动轴等产品在细分市场竞争实力较强，客户基础较好。

主要风险：

- 盈利能力下滑。通裕重工风电类产品占收入比重较高，其受宏观经济环境和政策影响较大，2024 年风电行业市场竞争加剧，整机降价压力传导至上游零部件制造，导致公司风电相关产品毛利率下滑，进而导致经营业绩下滑。
- 原材料价格波动风险。通裕重工原材料成本占营业成本超 50%，经营情况对原材料的价格波动较为敏感。若未来主要原材料价格出现大幅上涨，将直接影响产品的生产成本、销售价格及毛利率等，对公司经营产生不利影响。
- 营运效率有待提升。通裕重工大型铸锻件产品为定制化生产模式，生产周期较长，存货周转速度较慢；且近年来应收账款规模较大，营业周期较长，营运效率有待提升并存在一定的资产及信用减值风险。
- 即期偿债压力较大。通裕重工经营环节占用资金规模较大，债务依赖度较高，债务负担较重，且刚性债务期限仍集中于短期，面临较大的即期偿债压力。
- 项目投资风险。通裕重工海上风电产品项目投产后暂未实现效益，高端装备工艺及装备提升项目投产时间延后，若后续市场开拓情况不理想，或面临一定的产能释放和收益不达预期风险。
- 本次债券未转股及回售风险。截至 2025 年 3 月末，通裕转债转股进度缓慢，债券余额 14.84 亿元，若转股期内股价持续低迷，可转债到期未转股或投资者提前回售本次债券，将加重公司债务负担。

跟踪评级关注

- 控股股东和实际控制人拟变更。根据通裕重工公告，2025 年 5 月 6 日公司控股股东珠海港控股集团有限公司（简称“珠海港集团”）及其控股股东珠海交通控股集团有限公司（简称“珠海交控集团”）与山东国惠资本有限公司（简称“国惠资本”）在广东省珠海市签署了《股份转让协议》《表决权委托协议》，珠海港集团拟将持有的公司 604,032,700 股股份（占公司总股本的 15.50%）转让给国惠资本，转让价格为每股人民币 2.22 元，本次股份转让价款合计为人民币 13.41 亿元，并将剩余股份（占公司总股本的 4.83%）的表决权、提名和提案权、参会权（即统称“表决权”）不可撤销、排他且唯一地委托国惠资本行使。若此次控股股东股份转让事宜顺利实施完成，通裕重工控股股东将变更为国惠资本，实际控制人将变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“山东省国资委”）。

跟踪评级结论

通过对通裕重工主要信用风险要素及影响上述债券偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持上述可转债 AA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计通裕重工信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级/及其评级展望被下调：

- ① 公司新签订单量显著下降并导致经营业绩大幅下滑；
- ② 公司财务状况出现明显恶化；
- ③ 有证据表明外部支持方的支持能力及/或意愿出现明显弱化。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	12.34	8.96	8.91	未披露
刚性债务（亿元）	37.37	37.25	34.37	未披露
所有者权益（亿元）	60.94	61.10	60.59	未披露
经营性现金净流入量（亿元）	3.76	9.67	16.34	未披露
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	156.19	156.34	155.20	150.50
总负债（亿元）	88.30	87.54	86.03	80.72
刚性债务（亿元）	66.52	66.58	65.08	63.41
所有者权益（亿元）	67.88	68.80	69.17	69.78
营业收入（亿元）	59.13	58.09	61.54	14.15
净利润（亿元）	2.50	2.08	0.42	0.40
经营性现金净流入量（亿元）	-0.66	-1.33	2.24	0.53
EBITDA（亿元）	8.65	8.37	6.48	—
毛利率[%]	15.75	17.28	12.73	13.44
净资产收益率[%]	3.75	3.04	0.60	0.58
资产负债率[%]	56.54	55.99	55.43	53.64
权益资本与刚性债务比率[%]	1.02	1.03	1.06	1.10
EBITDA/利息支出[倍]	4.23	3.97	3.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.13	0.10	—
流动比率[%]	125.44	122.01	125.63	140.85

注：根据通裕重工经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		3
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整	0
		其中：①流动性因素	0
		②科技赋能	0
		③业务多元化	0
		④ESG 因素	0
		⑤表外因素	0
		⑥其他因素	0
	个体信用级别		aa ⁻
外部支持	支持因素		↑ 1
主体信用级别			AA

调整因素：

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）

评级要素	风险程度
------	------

无。

支持因素：（↑1）

通裕重工是珠海港集团新能源板块的重要子公司之一，在融资、业务资源等方面可获得珠海港支持，近年来融资成本持续下降。

该公司控股股东拟变更为国惠资本，实际控制人将变更为山东省国资委，预计在必要时公司仍可获得股东的支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33349&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《机械行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32697&mid=5&listype=1
《电气设备制造行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32648&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照通裕重工股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券（简称“通裕转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据通裕重工股份有限公司（简称“通裕重工”、该公司或公司）提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对通裕重工的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 5 月获中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）出具的《关于同意通裕重工股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券注册的批复》（证监许可[2022]977 号），并于 2022 年 6 月发行本次债券，发行金额为 148,472.00 万元。该债券转股初始价格为 2.77 元/股，因公司实施年度利润分配，自 2024 年 6 月 20 日起将转股价调整为 2.72 元/股。截至 2025 年 3 月末，尚未转股的通裕转债余额为 148,416.18 万元。2025 年 6 月 12 日公司股票收盘价为 2.69 元，低于转股价，若未来股价持续低迷等导致转股情况不理想，则公司需偿付本次债券本息，加重公司债务负担。除通裕转债外，公司无其他存续债券。

图表 1. 截至 2025 年 3 月末公司存续期内债券概况（万元）

债项名称	起息日	期限	发行金额	待偿余额	票面利率
通裕转债	2022/6/20	6 年	148,472.00	148,416.18	1.00%（当期）

注：根据通裕重工提供资料整理。

本次债券扣除发行费用后的募集资金净额为 14.74 亿元，所涉及募投项目包括大型海上风电产品配套能力提升项目（简称“海上风电项目”）和高端装备核心部件节能节材工艺及装备提升项目（简称“高端装备核心部件项目”），预计总投资（调整后¹）20.05 亿元（包括补充流动资金），其中拟使用募集资金 14.74 亿元。截至 2024 年末，公司发行可转债募集资金已全部使用完毕，累计使用募集资金 14.95 亿元（包括资金孳息、补充流动资金 4.24 亿元），其中海上风电项目已使用募集资金 4.59 亿元，高端装备核心部件项目已使用募集资金 6.13 亿元。

图表 2. 截至 2024 年末本次债券募集资金投资项目概况（亿元，%）

项目名称	预计总投资	募集资金承诺投资总额	已投资	募集资金已投资金额	投产/预计投产时间
大型海上风电产品配套能力提升项目	6.67	4.50	4.99	4.59	2023 年 6 月
高端装备核心部件节能节材工艺及装备提升项目	9.14	6.00	7.49	6.13	2026 年 6 月
补充流动资金	4.24	4.24	4.24	4.24	-
合计	20.05	14.74	16.71	14.95	-

注：根据通裕重工提供资料整理。

海上风电项目由该公司全资子公司青岛宝鉴科技工程有限公司（简称“青岛宝鉴”）建设，在青岛宝鉴现有厂区（位于青岛市即墨区女岛船舶工业功能区）投资建设大型海上风电机组结构件、机加工件项目。该项目计划总投资 6.67 亿元，其中新增固定资产投资为 5.22 亿元，铺底流动资金 1.45 亿元。截至 2024 年末，该项目已投资 4.99 亿元，2025-2026 年分别计划投资 0.45 亿元和 0.56 亿元。因公司生产经营模式系订单生产，产品均为客户定制化，因此该项目投产后产生效益较慢。2024 年 12 月，公司首台套 14MW 大型海上风电转子产品（风电直驱机型的核心部件）成功下线，已具备批量生产能力，公司相关业务部门正在跟进该项目产品批量订单的落地。

高端装备核心部件项目在原有大锻件制造流程优化及节能改造项目的基础上进行技改，项目不新增建设用地，在现有厂区内新建模锻生产车间，新增建筑面积 12,400 平方米，配置挤压模锻多功能超重型压机，购置数控

¹ 2024 年公司发布《通裕重工股份有限公司关于调整可转债募投节能节材项目投资总额的公告》，公司根据募投项目实施的具体情况，拟增加节能节材项目的投资总额，由 76,360 万元调增至 91,376.21 万元，增加 15,016.21 万元，该项目投入的募集资金总额不变，投资增加部分由公司自筹资金解决。

切割设备、台车式天然气加热炉、起重机、工装模具等共计 300 余台套。该项目计划总投资 9.14 亿元，其中新增固定资产投资为 8.22 亿元，铺底流动资金为 0.92 亿元，截至 2024 年末，该项目已投资 7.49 亿元，2025-2026 年分别计划投资 0.64 亿元和 0.10 亿元。2024 年 12 月，公司发布《通裕重工股份有限公司关于募集资金投资项目延期投产的公告》，高端装备核心部件项目核心设备重型模锻压机的部分部件系外委加工，因超重超大件的制造及运输问题，部分压机部件比原计划到厂时间有所推迟，因此将该项目预计投产时间由 2024 年 12 月 31 日延期至 2026 年 6 月 30 日，延期投产 18 个月。

若未来风电市场受政策等因素影响需求增速不达预期，海上风电项目市场开拓情况不理想，公司在其他高端装备应用领域市场开拓不足，则中短期内将面临一定的产能释放和收益不达预期风险。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 年财务报表进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023-2024 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2024 年在该公司编制财务报表和审计过程中，发现公司子公司常州海杰冶金机械制造有限公司（简称“海杰冶金”）和济南市冶金科学研究所有限责任公司（简称“济南冶科所”）部分存货存在账实不符的情况。经核查，确认两家子公司因以前年度管理不善、存货核算方法有误等原因导致存货账实不符金额 1.55 亿元，其中海杰冶金账实不符金额 0.87 亿元、济南冶科所账实不符金额 0.68 亿元。为客观、准确地反映公司财务状况，公司对前期累计形成的会计差错追溯调整，调减 2022 年末、2023 年末存货和未分配利润 1.55 亿元（本次会计差错更正不涉及 2022 年度和 2023 年度合并利润表的调整）。完成“国民混改”前的公司原管理团队承担上述事项的经营管理责任，对账实不符的存货进行了全额补偿，因此，存货事项对公司财务报表的影响已消除。

2022 年该公司新设子公司珠海通裕新材料科技集团有限公司，注销子公司江苏海杰航空装备科技有限公司；2023 年公司注销子公司常州信之本物资有限公司；2024 年公司新设子公司珠海通裕航空科技有限公司和山东漫道新程新材料产业有限公司；注销子公司 RDM-TY LLC。2025 年第一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2025 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司数量共 29 家，其中一级子公司共 16 家。公司最近三年一期财务数据可比性较强。

2. 业务

该公司主要从事大型锻件、铸件的研发、生产和销售，在风电主轴细分市场竞争对手实力较强。2024 年公司营业收入同比有所增长，但受风电行业竞争加剧影响，核心产品风电主轴价格承压，收入与毛利率双降；风电装备模块化业务收入增长，但毛利率低，对利润贡献有限；公司依靠综合性研发制造平台优势可生产其他锻件产品，对经营收益形成一定补充。海上风电产品项目投产后暂未实现效益，高端装备工艺及装备提升项目投产时间延后，若后续市场开拓情况不理想，或面临一定的产能释放和收益不达预期风险。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧

性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

绿色能源设备（风电）

受益于供给侧改革和“双碳”战略，我国电源结构持续向清洁能源倾斜，新能源建设投资和装机规模不断突破。风电行业的政策性抢装热潮曾提前透支了部分投资需求，但在能源转型背景下，风电产业作为战略性新兴产业依旧能得到较多政策支持。双碳战略下国内大型风电基地项目建设并网工作稳步推进，可对未来风电装机需求提供基础支撑。当前我国风电整机设备处于买方市场，竞争激烈。从竞争格局看，头部风电机组制造企业竞争优势明显，市场集中度高。从新增装机功率来看，风电机组大型化发展趋势明显，可有效提高风能资源利用效率、提升风电项目投资开发运营的整体经济性、降低度电成本，同时有利于大规模项目开发。随着风电平价上网的不断实现，为降低度电成本，机组大型化趋势的提速可进一步释放技术实力领先的头部企业的竞争优势。

详见：《机械行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》及《电气设备制造行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

业务类型	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	59.13	100.00	58.09	100.00	61.54	100.00	14.15	100.00
风电主轴（含锻造、铸造主轴）	10.33	17.48	13.07	22.50	8.34	13.55	1.57	11.07
铸件	9.78	16.54	9.73	16.76	10.59	17.20	2.24	15.80
风电装备模块化业务	10.05	16.99	5.12	8.81	13.19	21.44	2.73	19.28
其他锻件	10.54	17.83	13.74	23.65	13.72	22.29	3.43	24.23
锻材	5.37	9.07	3.76	6.48	3.51	5.70	0.71	5.04
结构件及成套设备（含冶金设备、核电业务）	3.39	5.74	2.88	4.96	2.66	4.32	0.60	4.26
粉末冶金产品	3.95	6.67	4.17	7.18	3.83	6.23	1.08	7.64
毛利率	15.75		17.28		12.73		13.44	
风电主轴（含锻造、铸造主轴）	21.81		21.40		13.59		11.03	
铸件	16.69		16.44		11.02		15.23	
风电装备模块化业务	4.56		5.40		2.70		2.10	
其他锻件	23.59		23.70		27.75		27.64	
锻材	7.03		8.03		6.37		0.86	
结构件及成套设备（含冶金设备、核电业务）	15.14		11.52		12.34		7.06	
粉末冶金产品	10.70		10.92		2.55		-0.23	

注：根据通裕重工所提供数据整理、绘制。

2024 年该公司营业收入为 61.54 亿元，同比增长 5.94%。风电业务方面，公司风电主轴产品受市场竞争加剧、主要客户订单量减少影响，2024 年收入同比下降 36.19%至 8.34 亿元；以风电应用为主的铸件产品收入为 10.59 亿元，同比增长 8.76%；公司持续加大风电装备模块化业务拓展并深化海外客户布局，同期收入为 13.19 亿元，同比增长 157.92%，成为当年收入增长的主要贡献点。非风电产品市场方面，2024 年该业务收入整体呈小幅下滑；其他锻件产品收入为 13.72 亿元，同比基本持平；结构件及成套设备（含冶金设备、核电业务）收入为 2.66 亿元，同比减少 7.70%；粉末冶金产品收入为 3.83 亿元，同比减少 8.19%。此外，公司还直接销售锻材，2024 年收入为 3.51 亿元，同比减少 6.78%。2024 年公司综合毛利率下滑 4.55 个百分点，风电主轴、以风电应用为主的铸件及风电装备模块化业务毛利率均有所下滑；受益于抽水蓄能水电锻件、船用锻件等新领域市场开拓及产品结构优化，其他锻件毛利率提升 4.05 个百分点，成为公司盈利的主要来源。

2025 年第一季度，该公司营业收入同比增长 1.34%至 14.15 亿元、毛利率同比回升 1.88 个百分点至 13.44%。

① 经营状况

A. 产品生产

该公司全资子公司禹城宝泰机械制造有限公司（简称“宝泰机械”）从事大型锻件坯料的制备，锻件坯料为锻件产品的原材料，目前产能达 33 万吨/年。公司的锻件产品主要在位于禹城市高新区的主厂区锻造生产，包括 MW 级风力发电机主轴、DN50-3000mm 球墨铸铁管管模、其他锻件产品。风电主轴是风电整机设备的关键部件，公司风电主轴产品规格齐全，可适用多种风力发电机规格，其生产工艺主要包括熔炼、制取坯料、锻压、热处理、粗加工、精加工、成品检验等。公司其他锻件产品种类较多，主要产品有船用轴系锻件、电力设备轴系锻件等，产品应用领域包括电力、冶金、矿山、水泥、化工及重型机械制造业等。因生产设备通用性较强，公司可以根据订单情况调配加工的产品类别，灵活安排生产。2024 年风电主轴年化产能为 13.80 万吨，同比保持不变。

该公司铸件业务板块主要生产包括直驱及双馈式风机轮毂、机架，直驱式风机定轴、转轴，双馈式及半直驱式铸造主轴、风电轴承座等在内的风电关键核心部件，主要由全资子公司禹城宝利铸造有限公司（简称“宝利铸造”）负责生产和销售。2021 年宝利铸造产能提升改造项目完工，铸件年产能提升至 18.00 万吨，近三年产能保持不变。

粉末冶金产品主要由该公司全资子公司济南市冶金科学研究所有限责任公司负责研制、生产和销售，2024 年末产能较上年末增加 100 吨至 1,900 吨。主要产品包括硬质合金圆棒及异型产品、矿用凿岩钎片、地质勘探煤矿及页岩油气、采掘工具、金刚石压机生产用顶锤、盾构刀具、数控金属切削工具等。

2019 年以来，该公司开拓了风电装备模块化业务，将风电关键核心部件、辅助件，通过装配形成模块化产品向风电整机制造商供货，交货形式由关键核心部件升级为模块化产品，主要目的为拓展客户渠道、增加客户粘性和满足客户一体化需求。2024 年风电装备模块化业务产能保持不变。

从产能利用率来看，该公司主要产品产能利用率受订单承接情况影响年度间呈一定波动，2024 年，受风电行业竞争加剧影响，风电主轴产量同比下降 31.44%至 9.31 万吨，产能利用率下降至 67.46%；风电装备模块化业务产量同比下降 20.67%，产能利用率下滑至 67.43%；铸件、其他锻件和锻材产量及产能利用率较上年变化不大；粉末合金产品产量下降 12.18%，产能利用率下降至 70.17%。

图表 4. 公司主要产品产能、产量变化情况（吨/年，吨，%）

产品	科目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年第一季度（末）
风电主轴	产能	120,000.00	138,000.00	138,000.00	138,000.00
	产量	111,283.54	135,771.95	93,089.36	21,847.04
	产能利用率	92.74	98.39	67.46	63.32
铸件	产能	180,000.00	180,000.00	180,000.00	180,000.00
	产量	104,387.86	104,153.66	104,486.68	29,762.34
	产能利用率	57.99	57.86	58.05	66.14
其他锻件	产能	105,000.00	105,000.00	105,000.00	105,000.00
	产量	78,223.86	101,204.04	102,088.51	24,077.05
	产能利用率	74.50	96.38	97.23	91.72
锻材	产能	330,000.00	330,000.00	330,000.00	330,000.00
	产量	278,341.00	309,735.44	307,043.80	64,241.29
	产能利用率	84.35	93.86	93.04	77.87
粉末合金产品	产能	1,500.00	1,800.00	1,900.00	1,900.00
	产量	1,303.16	1,518.27	1,333.15	282.73
	产能利用率	86.88	84.35	70.17	59.52
	产能	700	700	700	700

产品	科目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年第一季度（末）
风电装备模块化业务（套）	产量	694	595	472	49
	产能利用率	99.14	85.00	67.43	28.00

注：①根据通裕重工提供资料整理；②一季度产能已年化。

该公司采取订单式生产模式，以销定产。公司围绕营销事业部的市场订单组织生产。计划调度中心接到营销事业部的订单后，对合同、图纸及相关技术文件进行登记，根据不同的工艺给各生产事业部下达生产指令。计划调度中心根据生产计划，向各生产事业部分配生产任务。公司风电主轴、其他锻件和铸件的生产周期一般为 60-90 天，由于风电产品一般会根据客户要求按照风场机组台数集中发货，因此公司会提前储备部分产品，导致公司存货周转速率较慢。

B. 原材料采购

该公司产品主要原材料为废钢、生铁及铬、钼铁、镍铁等铁合金材料，2024 年原材料成本为 24.76 亿元，较上年增长 1.66%，占公司营业成本的 50.81%，占比较上年有所降低，主要系公司工艺改进提高了材料利用率。其中废钢和生铁作为公司生产钢锭（包含其下游锻件产品）和铸件产品的主要原材料，两种产品的添加比例不同，钢锭一般分别是 85%和 15%，铸件产品一般分别是 40%和 60%。从采购量来看，2024 年生铁采购量为 11.05 万吨，同比减少 14.40%；废钢采购量为 19.42 万吨，同比减少 3.77%。铁合金采购量相对较小，根据每年产品结构的变化有所波动，总体呈增长趋势。2024 年，公司前五大供应商采购金额合计占比为 44.98%，集中度较高。2024 年，公司废钢采购均价同比基本持平，生铁采购均价同比下跌 15.38%，铁合金采购均价有不同程度下降。

因该公司产品生产周期长，价格调整相对滞后，产品的利润空间受原材料价格涨跌影响较大。公司主要原材料价格波动大，对公司成本管控能力要求高。公司未对主要原材料进行套期保值等操作，但会根据对市场行情的预判调整原材料的库存，公司原材料库存一般为 20-30 天的生产材料储备，但在原材料价格较低时公司增加储备，而在原材料价格较高时，公司会减少储备，增加采购频次。结算方式上，对于价格波动较大的原材料，公司采用预付货款的方式进行采购；对于价格波动较小的原材料，公司采取货到付款的方式；对于部分用量较大且需要连续采购的原材料，采用 3:4:3 的滚动方式付款。付款方式为现汇、电汇和票据相结合。

图表 5. 公司采购主要原材料/燃料情况（吨，万元/吨）

年份	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
类别	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
废钢	133,050	0.41	201,841	0.32	194,228	0.32	55,221	0.30
生铁	223,110	0.34	129,131	0.39	110,531	0.33	37,294	0.32
钼铁	370	16.50	410	26.00	460	20.91	100	21.02
低铬	621	1.39	805	1.44	1,480	1.37	304	1.29
锰铁	2,412	0.87	2,660	0.73	2,893	0.71	587	0.71
硅铁	1,515	0.80	1,497	0.75	1,144	0.63	272	0.59
电力（万千瓦时，元/千瓦时）	44,177	0.73	44,958	0.70	48,479	0.67	11,671	0.66
天然气（万立方米，元/立方米）	5,906	3.43	6,486	3.61	6,914	3.40	1,693	3.78

注：根据通裕重工提供资料整理。

C. 销售

该公司遵循“以市场为导向，以客户为中心”的原则，根据公司业务特点，以产品（行业）为主，客户、区域为辅的方式划分事业部，已成立了航空航天事业部、铸钢事业部、海外事业部、新能源事业部、锻件事业部、海工事业部、核装备事业部、锻冶事业部、装备事业部等九大事业部，通过设立事业部，充分发挥各事业部的专业优势和资源优势，专业化面对市场，实现公司业务的专业化、精细化和高效化运营，提高市场竞争力。公司对经过两次整合形成的海外事业部给予机制支持，将海外市场的拓展上升为公司战略，2024 年公司筹划在欧洲成立销售型子公司，加大海外市场拓展力度，当年公司海外收入占比提升至 40.75%，较上年增长 14.12%，公司锻铸件产品定价机制为接到客户需求计划后，组织技术部门进行工艺评审，并根据原材料价

格和生产各环节成本由各负责部门提出分项报价，最终汇总到事业部给客户进行报价。

由于该公司采用“以销定产”的生产模式，产品产销率保持在较好水平。从主要产品销量来看，2024 年公司风电主轴产品销量同比减少 27.07%至 9.57 万吨，风电装备模块化产品销量减少 12 套，以风电产品为主的铸件产品销量同比增长 7.67%至 10.86 万吨；同时公司加大在非风电领域的市场拓展，其他锻件和粉末冶金产品销量同比分别增长 30.51%和 12.56%。销售价格方面，2024 年风电市场价格竞争加剧，公司下游客户的风电整机中标价格整体下降，尤其是陆上风电中标价下降较大，进而导致公司风电组件产品销售价格下降，风电主轴产品销售均价同比下降 13.00%；风电装备模块化产品销售均价同比上涨至 264.90 万元/套，主要系当年装配项目产品结构有所变化，使用的原材料价值高；其他锻件产品和粉末冶金产品销售均价同比分别下降 6.20%和 3.79%。

图表 6. 公司主要产品销售情况（吨，万元/吨）

产品	科目	2021 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年一季度
风电主轴	销量	110,810.29	131,219.17	95,675.20	18,773.60
	产销率	99.57	96.65	102.78	85.93
	销售均价	0.93	1.00	0.87	0.83
铸件	销量	93,083.42	100,829.00	108,560.13	24,040.85
	产销率	89.17	96.81	103.90	80.78
	销售均价	1.05	0.97	0.98	0.93
其他锻件	销量	75,585.97	98,649.71	101,913.64	21,638.05
	产销率	96.63	97.48	99.83	89.87
	销售均价	1.24	1.29	1.21	1.43
粉末冶金产品	销量	1,215.47	1,368.19	1,305.79	363.27
	产销率	93.27	90.12	97.95	128.49
	销售均价	32.46	30.50	29.34	29.76
风电装备模块化业务（套）	销量	668	510	498	109
	产销率	95.43	85.71	105.51	222.45
	销售均价	150.39	100.30	264.90	250.30
锻材	销量	280,160.95	309,705.90	307,041.02	62,750.14
	产销率	100.65	99.99	100.00	97.68
	销售均价	0.65	0.57	0.58	0.57

注：①根据通裕重工提供资料整理；②锻材=（自用量+外销量）/产量。

该公司风电主轴产品客户涵盖中国中车股份有限公司、江阴远景投资有限公司、Nordex Energy GmbH（恩德）、运达能源科技集团股份有限公司、GE Wind Energy GmbH、上海电气风电集团股份有限公司、东方电气股份有限公司和明阳智慧能源集团股份有限公司等多个国内外知名风电整机制造企业；其他锻件产品下游客户包括德国蒂森克虏伯股份公司、中钢集团邢台机械轧辊有限公司、东方电气集团东方电机有限公司、哈尔滨电气集团有限公司、大连华锐船用曲轴有限公司等。目前公司铸件产品主要为风电产品，与风电主轴客户重合度较高。公司风电装备模块化业务主要系与德国恩德风力发电设备有限公司、运达能源科技集团股份有限公司、东方电气股份有限公司开展合作。2024 年公司前五大客户销售金额占比为 37.42%，集中度较高。2024 年公司境外销售收入占比为 40.75%，较上年上升 14.12 个百分点，主要系风电模块化业务增加所致。

该公司销售结算方式主要为银行汇款或承兑汇票，出口产品部分采用信用证方式付款。对于长期合作的客户，公司给予 30-90 天的账期；对于新客户，公司一般预收 30%-50%货款；对于个别大客户和战略合作伙伴，为维护客户关系，公司对其信用政策适当放宽，在预收款和应收账款账期上作适当的灵活安排。同时，公司一般与客户约定的质保金为货款的 5%-10%，质保期一般为 12 个月，最长 5 年，质保期满后如无质量问题则付清余款。整体看，公司销售账期约为 9 个月。公司与国外客户一般采用美元和欧元结算，公司可通过开展远期锁汇的方式规避一定的汇率风险。2022-2024 年公司计入财务费用的汇兑损益（以负号表示损失）分别为 970.60 万元、2,151.59 万元和 246.10 万元。

② 竞争地位

该公司为大型铸锻件领域综合性研发制造企业，已形成集“特钢冶炼/电渣重熔-锻造/铸造/焊接-热处理-机加工-大型成套设备设计制造-涂装-物流”于一体的完整制造链条，可为电力和船舶等行业提供大型高端装备的核心部件，产品销往国内二十多个省市自治区、国外四十多个国家和地区。公司风电主轴、船舶用传动轴等产品在细分市场竞争实力较强，客户基础较好。

该公司为国家级高新技术企业，拥有国家认定企业技术中心和多个省级研发中心。近年来，公司自主研发的“ZSK2309A 数控龙门动梁复合式三坐标深孔钻镗床”、“DN3000 大型球墨铸铁管管模”、“全纤维一体成型磁轭圈锻件”、“高强高韧铸造风电主轴”和“9MW 海上锻造风力发电主轴”等多项新产品通过省级科技成果鉴定；公司牵头起草的国家标准《GB/T25715-2023 离心铸造球墨铸铁管用管模》于 2024 年 6 月 1 日正式实施。2024 年，公司研发投入 1.49 亿元，占营业收入的 2.42%；研发人员有 486 名，占公司总人数的 10.31%。截至 2025 年 3 月末，公司已取得境内专利 394 项，其中发明专利 83 项，实用新型专利 311 项。

图表 7. 公司新签订单情况（个，万元）

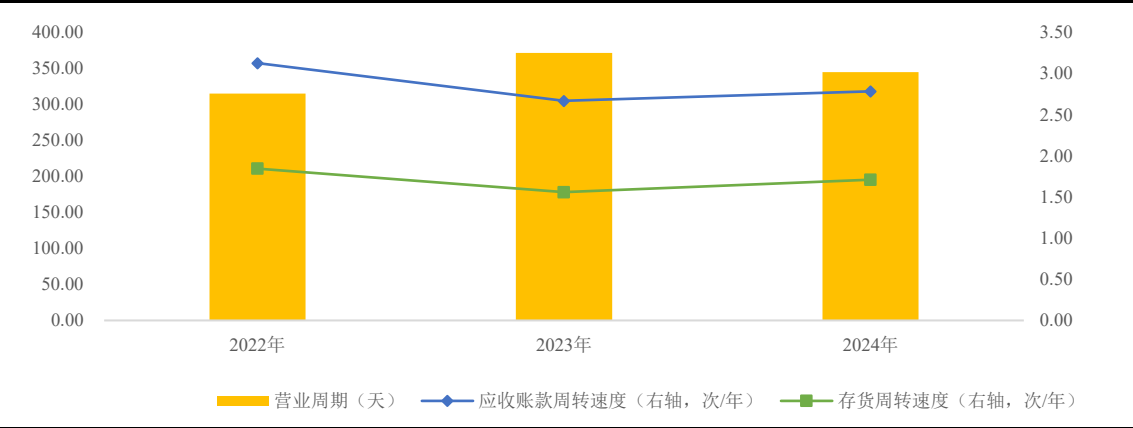
订单情况	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
新签订单数量	873	2,736	5,399	1,279
新签订单金额	575,910	623,137	686,661	217,564

注：根据通裕重工提供资料整理

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司新签订单金额分别为 57.59 亿元、62.31 亿元、68.67 亿元和 21.76 亿元，保持增长。截至 2025 年 3 月末，公司在手订单超一千个，合计订单金额 34.72 亿元。公司依靠综合性研发制造平台优势，不断开拓产品系列和应用领域以规避单一产品带来的市场风险，2024 年公司持续拓展高端铸钢、核电装备、船用锻件、水电锻件等市场。随着海上风电市场的快速发展，2024 年公司首台套 14MW 大型海上风电转子产品成功下线，有望在海外海上风电领域获取更多份额，提升整体竞争地位。

③ 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值



注：根据通裕重工所提供数据整理、绘制

该公司大型铸锻件为定制化生产模式，生产周期较长，存货周转速率较慢。2024 年，公司加强市场销售拓展及回款力度，存货周转速度和应收账款周转速度均有小幅提升，营业周期减少至 344.66 天，但公司经营效率仍有待提升。

④ 盈利能力

图表 9. 公司利润结构分析

公司营业利润结构	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
营业收入合计（亿元）	59.13	58.09	61.54	14.15
毛利（亿元）	9.31	10.04	7.84	1.90

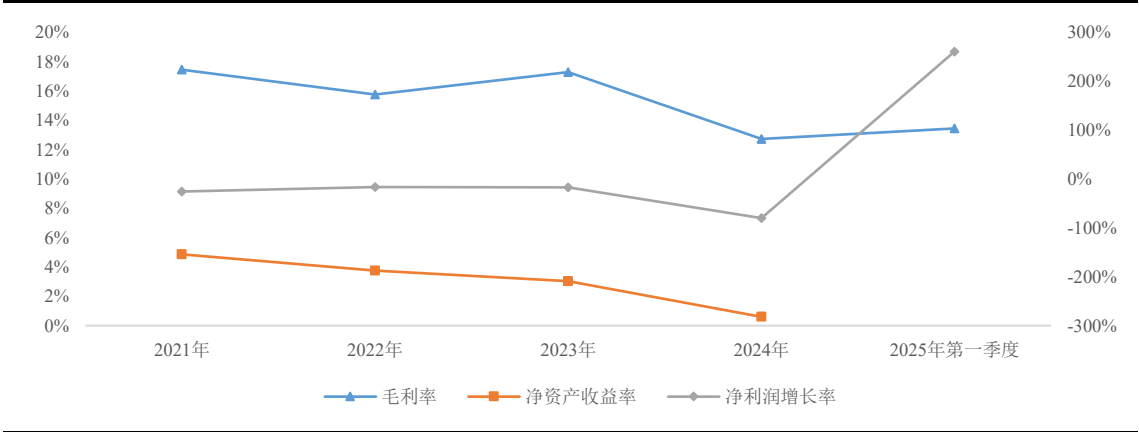
公司营业利润结构	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
期间费用率（%）	9.20	10.21	9.26	8.75
其中：财务费用率（%）	2.97	2.79	2.45	1.67
信用减值损失（亿元）	-0.31	-0.85	-0.55	0.02
资产减值损失（亿元）	-0.09	-0.38	-0.60	0.003
其他收益（亿元）	0.25	0.32	0.38	0.06
营业外净收入（亿元）	0.05	0.04	0.04	-0.0003
净利润（亿元）	2.50	2.08	0.42	0.40

注：根据通裕重工所提供数据整理。

该公司盈利主要来源于经营收益，2022-2024 年营业毛利分别为 9.31 亿元、10.04 亿元和 7.84 亿元，2023 年因风电行业装机需求增长及其他锻件销量增长，毛利小幅增长；2024 年毛利下滑主要系风电相关产品受市场竞争加剧影响盈利能力下降所致，其中风电主轴毛利同比减少 59.48%至 1.13 亿元，铸件毛利同比减少 27.05%至 1.17 亿元，公司加大其他产品市场开拓力度，其他锻件毛利同比增长 16.88%至 3.81 亿元。

近年来，该公司期间费用呈波动态势，2022-2024 年分别为 5.44 亿元、5.93 亿元和 5.70 亿元。公司期间费用以管理费用、研发费用和财务费用为主，2024 年分别为 2.08 亿元、1.49 亿元和 1.51 亿元，同比分别增长 8.20%、-19.69%和-6.78%。2022-2024 年公司分别计提资产与信用减值损失合计 0.39 亿元、1.24 亿元和 1.15 亿元，其中 2024 年主要包括应收账款坏账损失 0.53 亿元、存货跌价损失 0.32 亿元和商誉减值损失 0.22 亿元。2022-2024 年，公司营业外净收入及其他收益分别为 0.29 亿元、0.36 亿元和 0.41 亿元，主要为政府补助及进项税加计抵减。公司投资收益规模小，2024 年为-0.07 亿元。同期，公司净利润分别为 2.50 亿元、2.08 亿元和 0.42 亿元。

图表 10. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



注：根据通裕重工所提供数据整理、绘制。

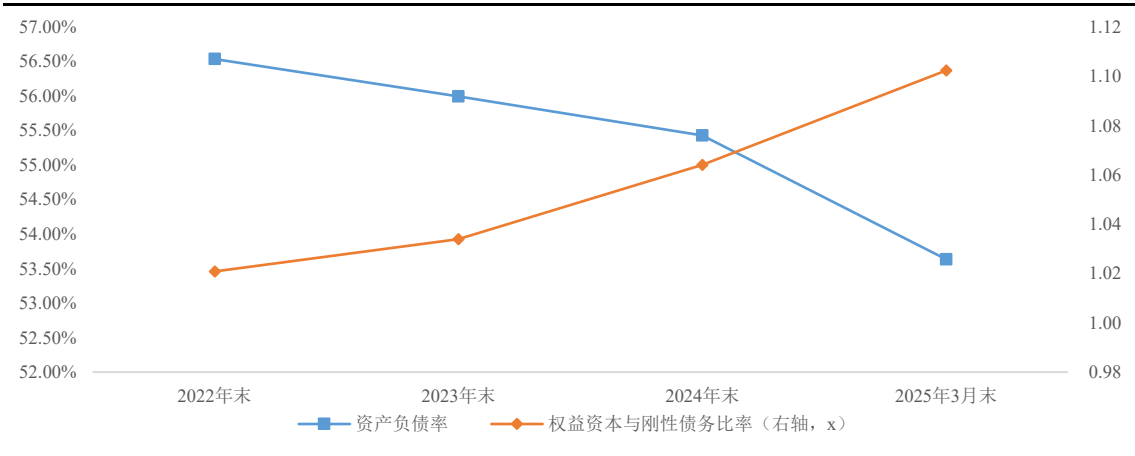
2022-2024 年，该公司毛利率分别为 15.75%、17.28%和 12.73%，净资产收益率分别为 3.75%、3.04%和 0.60%，净利润增长率分别为-16.62%、-16.98%和-79.95%。2024 年，受风电行业竞争加剧影响，叠加资产和信用减值损失对利润的侵蚀，公司盈利能力持续下滑，且 2024 年降幅较大。

3. 财务

跟踪期内，该公司财务杠杆水平微降；债务以刚性债务为主，负债期限结构有所改善，但仍以短期为主。2024 年末公司应收账款及存货占流动资产的比重高，且周转效率低，对运营资金形成较大占用，资产流动性一般且受限比例较高。总体来看，公司即期偿债压力较大，但主业获现能力有所提升，2024 年经营性现金流呈净流入，且融资渠道畅通并能获得控股股东在融资方面支持，可为即期债务偿付提供一定保障。

(1) 财务杠杆

图表 11. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据通裕重工所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 56.54%、55.99%、55.43%和 53.64%，呈下降趋势；权益资本与刚性债务比率分别为 1.02、1.03、1.06 和 1.10。

① 资产

图表 12. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元，%）

主要数据及指标		2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产	金额	89.78	80.59	79.26	75.59
	占比	57.48	51.54	51.07	50.22
其中：货币资金		17.78	14.54	12.85	12.38
应收账款		21.31	22.26	22.00	19.40
应收票据 ²		2.91	7.47	6.20	7.38
存货		29.77	31.91	30.88	30.36
其他流动资产		10.15	2.33	3.21	2.60
非流动资产	金额	66.41	75.76	75.94	74.92
	占比	42.52%	48.46%	48.93%	49.78%
其中：固定资产		50.38	53.36	58.38	57.53
在建工程		7.08	12.67	8.87	9.20
无形资产		4.44	4.30	4.18	4.15
商誉		0.43	0.22	-	-
其他非流动资产		2.68	4.29	3.50	3.03
期末全部受限资产账面金额		42.65	40.44	24.28	23.04
受限资产账面余额/总资产		27.04	25.61	15.64	15.53

注：根据通裕重工提供资料整理

2022-2024 年末，该公司资产总额分别为 156.19 亿元、156.34 亿元和 155.20 亿元，变化不大，其中流动资产占比有所下降，2024 年末为 51.07%。

2024 年末，该公司流动资产为 79.26 亿元，较上年末下降 1.64%，以货币资金、应收账款及应收票据和存货为主。同期末货币资金为 12.85 亿元，较上年末减少 11.61%，其中受限部分 6.08 亿元，主要系作为各类保证金和抵质押等；应收票据及应收款项融资合计为 6.20 亿元；应收账款为 22.00 亿元，累计计提坏账准备 4.18 亿元，其中按单项计提的坏账准备为 1.47 亿元，一年以内账龄占比 77.97%，前五名欠款方应收账款合计占比

² 含应收款项融资，下同。

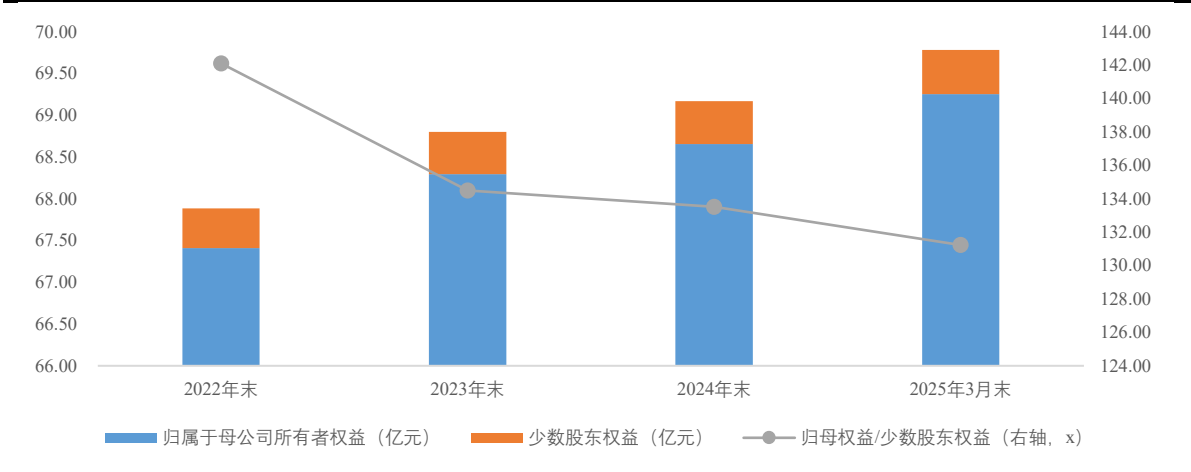
31.03%³；存货为 30.88 亿元（已计提跌价准备 0.54 亿元），较上年末减少 3.22%，原材料、在产品和库存商品在存货中占比分别为 22.21%、34.68%和 26.87%。公司原材料主要包括生铁、废钢和钼铁、铬铁、锰铁等铁合金，市场价格波动较大，存货存在一定的减值风险。

2024 年末，该公司非流动资产为 75.94 亿元，较上年末变化不大，主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产等。随着项目建设推进，部分在建工程转入固定资产，同期末固定资产为 58.38 亿元⁴，主要为房屋及建筑物和机器设备等，较上年末增长 9.42%；在建工程为 8.87 亿元，较上年末减少 29.97%；无形资产为 4.18 亿元，主要为土地使用权；其他非流动资产 3.50 亿元，较上年末减少 18.37%，主要系一年以上合同资产 2.53 亿元及预付工程设备款 0.97 亿元；2024 年对前期收购济南市冶金科学研究所有限责任公司产生的商誉计提减值 0.22 亿元，期末无商誉资产。

2025 年 3 月末，该公司资产总额较上年末减少 3.03%至 150.50 亿元，主要资产科目较上年末变化不大；受限资产合计 23.04 亿元，占资产总额的 15.53%，受限比例较高，主要包括货币资金 5.49 亿元、应收票据 4.24 亿元、固定资产 10.32 亿元和无形资产 2.97 亿元，主要系作为各类保证金和抵质押等。

② 所有者权益

图表 13. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据通裕重工股份所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末，该公司所有者权益总额分别为 67.88 亿元、68.80 亿元和 69.17 亿元，呈小幅增长。2024 年末，公司资本公积较上年末增加 0.87 亿元至 14.57 亿元，主要系海杰冶金存货账实不符问题而收到原管理团队的补偿款；未分配利润减少 0.61 亿元至 10.30 亿元，主要系利润分配及盈利下滑影响。2024 年末公司实收资本和资本公积合计占所有者权益比重为 77.40%，权益稳定性较好。2025 年 3 月末，公司所有者权益为 69.78 亿元，较上年末增加 0.61 亿元，主要系济南冶科所存货账实不符问题而收到原管理团队的补偿款后资本公积增加。

③ 负债

图表 14. 公司债务结构及核心债务

主要数据及指标	2022 末	2023 末	2024 末	2025 年 3 月末
刚性债务	66.52	66.58	65.08	63.41
其中：短期刚性债务	51.04	45.91	42.91	37.14
中长期刚性债务	15.48	20.67	22.17	26.27
应付账款	8.64	11.19	11.73	8.99
合同负债	1.67	1.65	1.46	1.06
其他应付款	1.49	1.98	1.25	1.45

³ 包括合同资产

⁴ 其中账面价值 2.69 亿元的固定资产已竣工结算，产权证书正在办理。

主要数据及指标	2022 末	2023 末	2024 末	2025 年 3 月末
其他流动负债	6.37	2.88	3.14	2.33
综合融资成本（年化，%）	4.04	3.48	3.03	2.71

注：1）根据通裕重工所提供数据整理；2）综合融资成本为公司测算。

债务构成方面，该公司负债以流动负债为主，2024 年末占比为 73.33%，其中刚性债务和应付账款占比分别为 75.65%和 13.64%。公司应付账款主要为应付货款、工程款和设备款等，2024 年末较上年末增长 4.86%至 11.73 亿元，主要系应付货款增加；合同负债主要为预收货款，规模不大，2024 年末为 1.46 亿元；其他应付款为 1.25 亿元，主要为应付保证金、押金等；其他流动负债较上年末增长 9.04%至 3.14 亿元，主要为未终止确认的应收票据。2025 年 3 月末，公司负债总额较上年末减少 6.17%至 80.72 亿元，其中应付账款较上年末减少 23.40%至 10.59 亿元，其他流动负债较上年末减少 25.75%至 2.33 亿元，其他应付款增长 16.48%至 14.53 亿元。

2022-2024 年末，该公司刚性债务分别为 66.52 亿元、66.58 亿元和 65.08 亿元。具体构成来看，2024 年末公司短期刚性债务为 42.91 亿元，较上年末减少 3.00 亿元，主要系短期借款及应付票据减少所致。同期末长期刚性债务为 22.17 亿元，较上年末增加 1.50 亿元，主要系长期借款增加 1.00 亿元所致。公司融资渠道以银行借款为主，截至 2024 年末，公司银行借款合计 48.10 亿元，以信用证议付、抵质押类借款和保证借款为主，信用借款占比不大，主要利率区间位于 1.6%-4.8%。2025 年 3 月末，公司刚性债务规模较上年末减少 1.67 亿元至 63.41 亿元，其中短期借款减少 7.19 亿元，长期借款增加 3.98 亿元。

该公司刚性债务以短期为主，2022-2024 年末占比分别为 76.72%、68.96%和 65.93%。近年来债务结构虽有所改善，但公司刚性债务期限结构仍偏向短期，面临较大的即期偿债压力。

融资成本方面，据该公司测算，2022-2024 年，公司综合融资成本分别为 4.04%、3.48%和 3.03%，近年来综合融资成本有明显下降。

图表 15. 公司 2025 年 3 月末存续刚性债务期限结构（亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	30.59	6.55	6.60	0.15	-	43.88
母公司口径	9.61	3.00	5.02	-	-	17.63

注：1）根据通裕重工所提供数据整理；2）上述表中统计的存续债务仅包括银行借款本金。

日常资金管理方面，该公司制定了《货币资金管理制度》和《费用报支审批权限管理规定》，货币资金管理遵循合法合规性、独立性、内部制约、合理审批、高效性、募集资金单独管理六项原则。对于费用报支，明确审批权限，借款金额在 5 万元（含）以下的由总经理审批，5 万元以上的由董事长审批。公司与子公司之间进行资金调拨时，经公司财务部经理签字后，由公司财务总监审批。

投融资和对外担保方面，该公司制定了《投资决策管理制度》和《融资与对外担保管理制度》。投资方面，公司对投资决策实行分级审批。公司股东大会、董事会、投资决策委员会、总经理办公会为公司投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的投资活动及其处置事项做出决策。融资方面，公司财务部门作为融资事项的管理部门，统一受理公司各部门的融资申请，并对该事项进行初步审核后，报公司有权部门审批，融资金额包括等值外币。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 16. 公司现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一 季度
经营环节产生的现金流量净额	-0.66	-1.33	2.24	0.53
其中：业务现金收支净额	0.98	1.81	3.07	1.41
投资环节产生的现金流量净额	-11.29	-5.53	-2.78	1.58

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一 季度
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	-7.87	-7.36	-3.17	-0.08
筹资环节产生的现金流量净额	16.08	7.53	-0.08	-2.03
其中：现金利息支出（以负号表示支出）	-1.67	-0.95	-0.95	-

注：根据通裕重工所提供数据整理。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司业务现金收支净额分别为 0.98 亿元、1.81 亿元、3.07 亿元和 1.41 亿元，其中 2024 年公司加强应收账款管理，销售回款增加；其他因素现金收支净额分别为-1.65 亿元、-3.14 亿元、-0.82 亿元和-0.88 亿元，主要为期间费用及押金、保证金的收支，呈持续净流出。同期，公司经营性现金流量净额分别为-0.66 亿元、-1.33 亿元、2.24 亿元和 0.53 亿元，有所改善。

该公司为扩大经营规模，优化产品结构，持续推进项目投资建设。2022-2024 年及 2025 年第一季度公司投资性现金净流量分别为-11.29 亿元、-5.53 亿元、-2.78 亿元和 1.58 亿元，主要系对募投项目等在建工程投资，2024 年投资规模有所下降，投资性现金流净流出规模减少；2025 年一季度呈净流入主要系公司定期存款到期赎回。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 16.08 亿元、7.53 亿元、-0.08 亿元和-2.03 亿元，其中 2022 年和 2023 年公司债务融资力度较大，筹资性现金流呈大额净流入；2024 年以来公司减少银行借款规模，筹资性现金流呈净流出状态。

② 偿债能力

图表 17. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年
EBITDA（亿元）	8.65	8.37	6.48
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.13	0.10
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.23	3.97	3.49

注：根据通裕重工所提供数据整理。

2022-2024 年，该公司 EBITDA 分别为 8.65 亿元、8.37 亿元和 6.48 亿元，2024 年下降主要系利润总额减少所致。2024 年利润总额、财务费用中的利息支出和固定资产折旧在 EBITDA 中占比分别为 10.44%、23.27%和 63.98%。同期 EBITDA 对刚性债务覆盖倍数分别为 0.15、0.13 和 0.10；对利息支出的覆盖倍数分别为 4.23、3.97 和 3.49，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所减弱。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率（%）	125.44	122.01	125.63	140.85
速动比率（%）	78.65	72.32	75.44	81.92
现金比率（%）	31.38	30.25	27.29	34.05

注：根据通裕重工所提供数据整理。

该公司固定资产规模较大，流动资产中存货和应收账款占比较高，而负债集中于短期，因此流动性指标一般，2022-2024 年末流动比率分别为 125.44%、122.01%和 125.63%；速动比率分别为 78.65%、72.32%和 75.44%；现金比率分别为 31.38%、30.25%和 27.29%。2024 年末公司现金比率有所下降，且公司货币资金受限比例较高，对短期债务的实际覆盖能力弱于指标显示。整体上，公司流动性压力较大。

截至 2025 年 3 月末，该公司共获得银行授信总额度为 87.50 亿元，其中大型国有金融机构授信占比 26.70%，剩余未使用额度为 43.62 亿元，可用授信较充裕。

(2) ESG 因素

该公司秉持“致力于开创人类绿色未来”的理念，以推动落实“双碳”目标为己任，在关注自身绿色低碳运营、节能降耗减污、生态环境保护的同时，通过风电、核电、水电等清洁能源的领域装备及产品研发、制造和销售，助力国家绿色低碳发展。公司建立环境保护相关机制，2024 年投入环保资金 0.35 亿元，公司及下属控股子公司未发生任何因违反污染物排放、泄漏、废弃物生成等环境管理相关法律法规而受到主管处罚的情况。2025 年 1 月，公司收到（鲁德禹）应急罚〔2024〕SG9 号行政处罚决定书，因“生产经营单位对一般生产安全事故发生负有责任、生产经营单位迟报或者漏报生产安全事故”，被禹城市应急管理局处罚款 49.50 万元。

管理方面，该公司设股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司的权力机构；董事会对股东会负责，由 9 人组成，其中外部独立董事 3 人，设董事长 1 人；监事会主要负有监督职责，章程规定由 3 人组成，设监事会主席 1 人，职工监事 1 人。跟踪期内，公司董事会成员发生调整，马小川、李春梅和司兴奎辞去担任的公司董事，选举王子、朱丹和司鉴涛为公司董事。

(3) 表外事项

截至 2024 年末，该公司无对外担保和大额未决诉讼。

(4) 其他因素

该公司关联交易金额不大，2024 年向关联方采购商品/接受劳务金额为 0.07 亿元，主要系设备款、运费和办公软件采购费用；向关联方出售/提供劳务金额为 0.02 亿元；应付关联方各款项合计 0.03 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2025 年 5 月 15 日，公司本部不存在欠贷欠息情况。经查询中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家市场监督管理总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和“信用中国”网站相关记录（查询日为 2025 年 6 月 16 日），除 ESG 因素中所述一项行政处罚外，未发现公司本部其他行政处罚、被列入经营异常名录及严重违法失信企业名单。

5. 外部支持

2021 年 2 月，该公司完成对珠海港集团的定向增发，资本实力得到提升。公司是珠海港集团新能源板块的重要子公司之一，在融资、业务资源等方面可获得珠海港支持，近年来融资成本持续下降。

该公司控股股东和实际控制人拟变更。2025 年 5 月 6 日公司控股股东珠海港集团，及其控股股东珠海交控集团与国惠资本在广东省珠海市签署了《股份转让协议》《表决权委托协议》，珠海港集团将持有的公司 604,032,700 股股份（占公司总股本的 15.50%）转让给国惠资本，转让价格为每股人民币 2.22 元，本次股份转让价款合计为人民币 13.41 亿元，并将剩余股份（占公司总股本的 4.83%）的表决权、提名和提案权、参会权（即统称“表决权”）不可撤销、排他且唯一地委托国惠资本行使。若此次控股股东股份转让事宜顺利实施完成，通裕重工控股股东将变更为国惠资本，实际控制人将变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会，变更后预计公司仍能在必要时能够获得股东支持。

国惠资本成立于 2020 年 1 月，是由山东国惠投资控股集团有限公司（简称“山东国惠”）设立的全资子公司，为山东国惠的核心投资平台，实际控制人为山东省国资委。山东国惠是山东省新旧动能转换及新型工业化建设的重要实施主体，重点推进优势产业优化升级和新兴产业培育发展，目前已形成以融资租赁、生产制造、商品贸易及工程建设为主的多元化业务结构。2024 年末，山东国惠总资产为 1,870.89 亿元，净资产为 1,142.28 亿元，资产负债率为 38.94%；同年实现营业总收入 233.69 亿元，净利润 16.56 亿元。

6. 同业比较分析

本评级报告选取了株洲时代新材料科技股份有限公司（简称“时代新材”）作为该公司的同业比较对象。时代新材主要产品为轨道交通、风力发电、汽车、高性能高分子材料等产业领域的机械装备，其中风力发电业务

为与风电叶片相关的设计、生产、销售及运维，2024 年风力发电业务营业收入为 82.00 亿元，占营业收入比重为 40.89%，业务结构与公司具有一定相似性，具有一定的可比性。

该公司营业周期较长，营运效率偏低；负债中刚性债务占比较高，权益资本和 EBITDA 对刚性债务的保障程度较弱。

债项信用跟踪分析

1. 有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

2. 附加回售条款

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。

持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

3. 有条件赎回条款

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

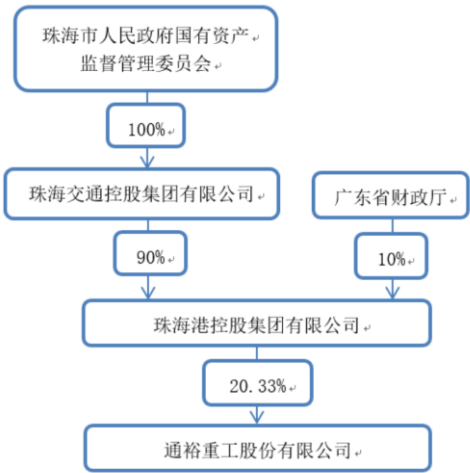
当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定通裕重工主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，通裕转债信用等级为 AA。

附录一：

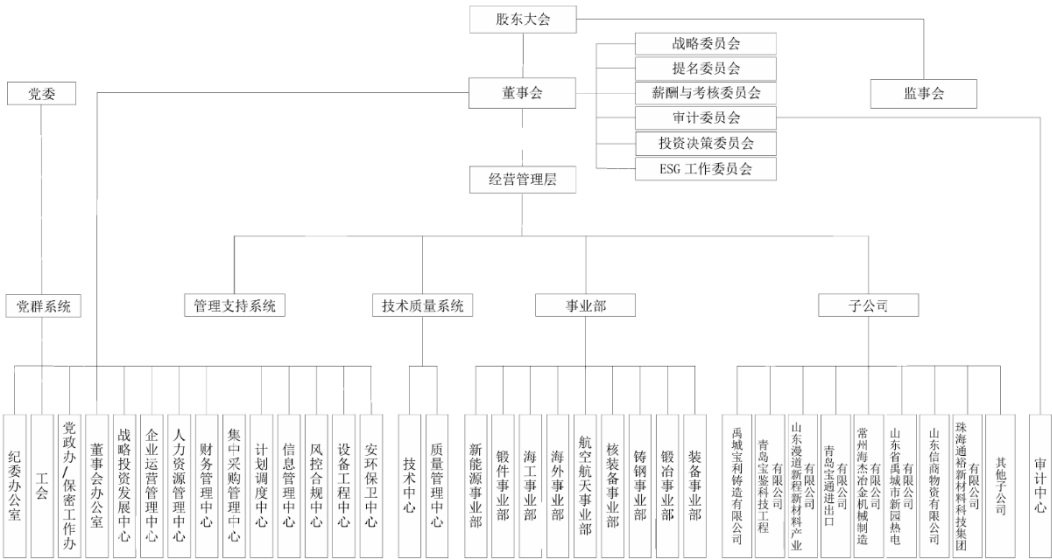
公司与实际控制人关系图



注：根据通裕重工提供的资料绘制（截至 2024 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据通裕重工提供的资料整理绘制（截至 2024 年末）。

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金 净流入量 （亿元）	
珠海港控股集团有限公司	珠海港集团	公司控股股东、集团最高层法人实体	20.33	港航物流、能源环保、先进制造及港航金融	436.39	202.47	200.60	-15.42	31.65	
通裕重工股份有限公司	通裕重工	本级	-	锻件生产	37.34	60.59	40.60	0.47	16.34	母公司口径
禹城宝利铸造有限公司	宝利铸造	核心子公司	100	铸件生产	5.20	3.33	10.37	0.38	4.77	
禹城宝泰机械制造有限公司	宝泰机械	核心子公司	100	大型锻件坯料的制备	10.50	6.55	19.77	0.30	-10.59	
山东省禹城市新园热电有限公司	新园热电	核心子公司	90	热电业务	2.98	4.10	5.28	0.07	-0.03	

注：根据通裕重工 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；刚性债务为估算结果，可能与实际情况存在差异。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：大型制造业 归属行业：生产机械

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据				2024 年末财务数据/指标			
		净资产 （亿元）	EBITDA （亿元）	营业周期 （天）	销售净利率 （%）	权益资本与刚性 债务比率 （×）	资产负债率 （%）	EBITDA/全部利 息支出 （倍）	EBITDA/刚性债 务 （倍）
株洲时代新材料科技股份有限公司	AA+/稳定	68.01	14.44	139.39	2.16	2.15	66.81	27.77	0.46
通裕重工股份有限公司	AA/稳定	69.17	6.48	344.66	0.68	1.06	55.43	3.49	0.10

注：数据来源于企业提供及公开资料，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额[亿元]	156.19	156.34	155.20	150.50
负债合计[亿元]	88.30	87.54	86.03	80.72
其中：刚性债务余额[亿元]	66.52	66.58	65.08	63.41
其中：短期刚性债务余额[亿元]	51.04	45.91	42.91	37.14
所有者权益合计[亿元]	67.88	68.80	69.17	69.78
EBITDA[亿元]	8.65	8.37	6.48	—
经营活动产生的现金流量净额[亿元]	-0.66	-1.33	2.24	0.53
营业周期[天]	314.85	371.19	344.66	—
开发支出/EBITDA[×]	0.01	0.004	0.01	—
毛利率[%]	15.75	17.28	12.73	13.44
净资产收益率[%]	3.75	3.04	0.60	0.58
净利润增长率[%]	-16.62	-16.98	-79.95	260.87
资产负债率[%]	56.54	55.99	55.43	53.64
权益资本/刚性债务[×]	1.02	1.03	1.06	1.10
EBITDA/刚性债务[×]	0.15	0.13	0.10	—
EBITDA/利息支出[×]	4.23	3.97	3.49	—

注：表中数据根据通裕重工经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标	计算公式
EBITDA（亿元）	报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出+报告期固定资产折旧+报告期无形资产及其他资产摊销
刚性债务（亿元）	期末短期借款+期末应付票据+期末应付利息+期末应付短期债务+期末一年内到期的非流动负债+期末长期借款+期末应付债券+期末其他刚性债务
营业周期（天）	报告期应收账款周转天数+报告期存货周转天数
开发支出/EBITDA（×）	[期末开发支出+期末无形资产（知识产权类资产）]/EBITDA
毛利率（%）	（报告期营业收入-报告期营业成本-报告期销售费用）/报告期营业收入×100%
净资产收益率（%）	报告期净利润/[（期初所有者权益合计+期末所有者权益合计）/2]×100%
资产负债率（%）	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本/刚性债务（×）	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额
EBITDA/刚性债务（×）	报告期 EBITDA/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]
EBITDA/利息支出（×）	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021 年 10 月 14 日	AA/稳定	刘佳、钱源	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（装备制造）MX-GS015（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 25 日	AA/稳定	刘佳、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 26 日	AA/稳定	刘佳、阮霖霖	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）	-
通裕转债	历史首次评级	2021 年 10 月 14 日	AA	刘佳、钱源	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（装备制造）MX-GS015（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024 年 6 月 25 日	AA	刘佳、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025 年 6 月 26 日	AA	刘佳、阮霖霖	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。