






内部编号:2026060110

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:阮彝彝  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(2026)100070】

评级对象：通裕重工股份有限公司创业板发行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/2026年6月17日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2025年6月26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，具备一定的研发和技术优势。
- 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：

- 盈利能力一般。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，2025年风电行业需求虽有所修复，但市场竞争仍较激烈，公司风电相关产品盈利空间仍受一定挤压，整体盈利能力表现一般。
- 存货减值风险。受大型铸锻件定制化模式影响，通裕重工产品生产周期较长，价格调整相较于原料波动具有滞后性，且存货规模持续处于高位，若原材料及相关产成品价格下跌，将面临一定的存货减值风险。
- 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。通裕重工经营环节占用资金规模较大，债务依赖度较高。跟踪期内公司刚性债务规模有所压降，期限结构得到一定优化，但债务负担仍较重，仍面临一定的即期偿债压力。
- 项目投资风险。通裕重工海上风电产品项目投产后规模效益有待观察，高端装备工艺及装备提升项目投资时间延后，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2026年3月末，通裕转债转股进度缓慢，债券余额11.07亿元，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或/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。

未来展望

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司新增产能释放良好，新签订单金额较快增长，主业盈利能力显著提升；
- ② 公司权益资本增强，财务结构趋于稳健。

主要财务数据及指标

项目	2023年/末	2024年/末	2025年/末	2026年第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	8.96	8.91	4.64	未披露
刚性债务（亿元）	38.11	37.34	42.76	未披露
所有者权益（亿元）	61.10	60.59	59.62	未披露
经营性现金净流入量（亿元）	9.67	16.34	21.81	未披露
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	156.34	155.20	151.62	150.58
总负债（亿元）	87.54	86.03	82.55	77.43
刚性债务（亿元）	66.58	65.08	55.43	54.97
所有者权益（亿元）	68.80	69.17	69.07	73.14
营业收入（亿元）	58.09	61.54	65.88	15.44
净利润（亿元）	2.08	0.42	0.68	0.42
经营性现金净流入量（亿元）	-1.33	2.24	10.08	-3.31
EBITDA（亿元）	8.37	6.48	8.12	-
毛利率[%]	17.28	12.73	13.53	14.00
净资产收益率[%]	3.04	0.60	0.99	-
营业周期[天]	371.19	344.66	324.71	-
资产负债率[%]	55.99	55.43	54.44	51.42
权益资本与刚性债务比[倍]	1.03	1.06	1.25	1.33
EBITDA/利息支出[倍]	3.97	3.49	4.79	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.10	0.13	-
流动比率[%]	122.01	125.63	141.56	158.18

注：根据通裕重工经审计的2023-2025年及未经审计的2026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	3	
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整	/
		其中：①ESG因素	/
		②科技赋能	/
		③业务多元化	/
		④流动性因素	/
		⑤表外因素	/
	⑥其他因素	/	
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：（/）

无。

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
------	------

支持因素：（↑1）

①截至 2026 年 3 月末，山东发展集团通过国惠资本持有该公司 14.97%股权（拥有 19.63%的表决权），为公司的间接控股股东。

②该公司定位为山东发展集团体系内高端装备制造板块的重要上市平台，在融资渠道及业务拓展等方面可获得股东支持。

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
《机械行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35602&mid=5&listype=1
《电气设备制造行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35408&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 2025 年财务报表、未经审计的 2026 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 14.85 亿元。该债券转股初始价格为 2.77 元/股，因公司实施权益分派，自 2025 年 11 月 14 日起将转股价调整为 2.71 元/股。截至 2026 年 3 月末，尚未转股的通裕转债余额为 11.07 亿元。

2026 年 6 月 4 日该公司股票收盘价为 2.70 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 2026 年 3 月末公司存续期内债券概况（亿元）

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	14.85	11.07	1.50%（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 2025 年末，该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 2025 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	5.15	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	9.11	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	18.50	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 2025 年末，该项目已投资 5.15 亿元，2026-2027 年分别计划投资 0.39 亿元和 1.13 亿元。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。2025 年，公司大型海上风电结构件产品实现了批量生产交付。受订单及加工效率影响，目前产能释放有限。

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

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实际执行情况，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。

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 2025 年末，该项目已投资 9.11 亿元，2026 年计划投资 0.03 亿元。2024 年 12 月，该公司发布《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，后续实际投产进度需保持关注。

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

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023-2024 年财务报表进行了审计，和信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 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。

该公司 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 年公司新设子公司山东万钧模锻重工有限公司和 Tongyu Heavy Industry Europe GmbH，同时注销了下属子公司五寨恒华能源有限公司、济南风船酿造有限责任公司和济南酿造厂。2026 年第一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2026 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司数量共 28 家，其中一级子公司共 18 家。公司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实力较强。2025 年风电行业低价竞争局面得到一定缓解，公司核心产品风电主轴实现量价齐升，以风电产品为主的铸件产品销量亦较快增长，上述板块收入与毛利率均有所修复；风电装备模块化业务毛利率低，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、粉末冶金产品等，对经营收益形成一定补充。2025 年公司营业收入及净利润均实现回升，但产业链竞争仍较激烈，公司风电相关产品盈利空间仍受一定挤压，整体盈利表现一般。在重大项目方面，海上风电项目已于 2025 年实现大功率结构件产品的批量生产交付但尚在验证阶段，产能释放有限，高端装备工艺及装备提升项目受核心设备安装调试进度影响，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

2026 年一季度，全球经济金融受地缘政治事件冲击剧烈波动，能源价格中枢抬升引发滞胀担忧，全球经济贸易格局正在深度重构，新旧产业景气度分化态势持续。新一轮科技革命和产业变革，以及大国关系牵动世界形势更加复杂多变，将是一段时期内影响我国经济发展举措的关键外部环境因素。

2026 年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。工业和服务业增加值增速保持较快增长，细分行业表现分化依然明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产及利润表现相对较好。服务消费、通讯器材以及金银珠宝消费增速较快，而总体消费增长仍偏低，居民消费能力和意愿还需要进一步增强；基础设施建设投资和制造业投资改善，房地产开发投资降幅收窄但仍较大；在人民币汇率升值的背景下，机电等高新技术产品出口高速增长带动整体出口表现强势，出口去向区域结构多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟出口的增长有效地对冲了对美国出口的下滑。

长期看，在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化对外贸易区域结构；对内建设全国统一大市场，做强国内大循环，培育壮大新动能，提升产业链自主可控水平，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期看，围绕扩大内需和促进科技创新，宏观政策给予定向支持的政策倾向更为突出。央行采取适度宽松的货币政策，加大结构性货币政策力度，引导金融资源流向关键领域；积极财政政策保持较高的支出力度，通过优化财政支出结构提升财政资金使用效率，同时强化财政金融协同与地方财力保障，为经济发展提供坚实支撑。

我国仍处于转变发展方式、转换增长动力的攻关期，经济增长面临压力且行业表现分化是基本特征。随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，2026年我国经济有望继续保持稳定增长：深入实施提振消费专项行动以及居民增收计划，有利于庞大的市场潜能释放，消费增速温和提升；地产投资降幅收窄，财政主导的基建和设备更新政策支持的制造业升级带动投资增速回稳，投资向高端制造、战略基础设施和绿色转型等领域倾斜的趋势更加明显；出口在供应链完备高效、产品性价比高、去向区域结构多元化下保持韧性。制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

行业因素

绿色能源设备（风电）

2025年风电设备企业盈利有所改善，光伏设备、锂电设备产能过剩仍是共性背景，业绩下滑且内部分化剧烈；工程机械受国内专项债发行提速、大规模设备更新政策等多重因素带动，加速回暖；随着我国经济增长动能向高技术制造业、绿色能源等转移，传统重工业的拉动作用减弱，重型机械市场需求仍持续低迷。

近年来国家持续出台政策构建新型能源体系，推动清洁能源及新型储能装备发展，推动行业高端化、智能化、绿色化转型，提升行业竞争力。风电方面，在能源转型的大背景下，作为国家战略性新兴产业的风电产业仍可获得较多政策加持。《风能北京宣言 2.0》的发布以及国内大型风光基地项目建设与并网工作的稳步推进，为未来风电装机需求的持续释放形成基础支撑。

详见：《机械行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》及《电气设备制造行业 2025 年信用回顾与 2026 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	2023 年		2024 年		2025 年		2026 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	58.09	100.00	61.54	100.00	65.88	100.00	15.44	100.00
其中：风电主轴（含锻造、铸造主轴）	13.07	22.50	8.34	13.55	9.88	15.00	1.15	7.46
铸件	9.73	16.76	10.59	17.20	12.13	18.41	2.23	14.42
风电装备模块化业务	5.12	8.81	13.19	21.44	12.23	18.57	3.61	23.39
其他锻件	13.74	23.65	13.72	22.29	14.42	21.88	3.29	21.31
锻材（锻件坯料）	3.76	6.48	3.51	5.70	3.28	4.98	0.75	4.83
结构件及成套设备（含冶金设备、核电业务）	2.88	4.96	2.66	4.32	2.88	4.38	0.56	3.64
粉末冶金产品	4.17	7.18	3.83	6.23	5.29	8.03	2.25	14.55
毛利率		17.28		12.73		13.53		14.00
其中：风电主轴（含锻造、铸造主轴）		21.40		13.59		15.70		9.15
铸件		16.44		11.02		14.12		20.36
风电装备模块化业务		5.40		2.70		3.17		3.06
其他锻件		23.70		27.75		23.14		15.01
锻材（锻件坯料）		8.03		6.37		1.44		0.95
结构件及成套设备（含冶金设备、核电业务）		11.52		12.34		4.46		5.35
粉末冶金产品		10.92		2.55		13.58		30.75

注：根据通裕重工所提供数据整理、绘制。

2025年该公司营业收入为 65.88 亿元，同比增长 7.05%。风电业务方面，得益于产品价格回升和海上风电产品

实现批量生产交付，2025 年公司风电主轴产品收入同比增长 18.54%至 9.88 亿元；以风电应用为主的铸件产品收入同比增长 14.55%至 12.13 亿元。风电装备模块化业务收入则有所回落，同期收入为 12.23 亿元，同比减少 7.28%。非风电产品 2025 年收入亦有增长，其他锻件产品收入为 14.42 亿元，同比增长 5.08%；结构件及成套设备（含冶金设备、核电业务）收入为 2.88 亿元，同比增长 8.48%；粉末冶金产品收入为 5.29 亿元，同比增长 38.09%。此外，公司还直接销售锻材，2025 年收入为 3.28 亿元，同比减少 6.49%。2025 年公司综合毛利率小幅提升 0.80 个百分点至 13.53%，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回升；其他锻件毛利率虽下滑 4.61 个百分点，但毛利率水平仍相对较高；粉末冶金产品毛利率提升 11.03 个百分点至 13.58%，主要系金刚石合成压机顶锤等产品销售价格大幅提升。

2026 年第一季度，该公司营业收入同比增长 9.06%至 15.44 亿元，主要系粉末冶金产品收入增加带动。同期公司毛利率同比略有上升，主要系粉末冶金产品毛利率持续提升，铸件因产品结构升级毛利率有所提升；而风电主轴和其他锻件毛利率均有所下滑，主要系 2025 年下半年生铁采购成本上行，且公司发出存货成本核算采用加权平均法，导致前期高位的采购成本在 2026 年一季度结转为销售成本时产生滞后性影响。

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。2025 年风电主轴年化产能为 13.80 万吨，同比持平。

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，截至 2025 年末产能未发生变化。

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，2025 年末产能较上年末减少 100 吨至 1,800 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。2025 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。2025 年，随着相关业务回暖及市场开拓，风电主轴产量同比增长 11.47%至 10.38 万吨，产能利用率回升至 75.19%；风电装备模块化业务产量同比增长 52.12%，产能利用率提升至 102.57%，主要得益于印度等海外市场持续拓展，订单规模显著增长；铸件产量同比增长 39.45%，产能利用率由上年的 58.05%升至 80.95%；其他锻件产量小幅增长，产能利用率达到 101.84%；锻材产量有所下降，产能利用率降至 85.10%；粉末合金产品产量同比基本持平，产能利用率小幅回升至 74.12%。

图表 4. 公司主要产品产能、产量变化情况（吨/年，吨，%）

产品	科目	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）	2026 年第一季度（末）
风电主轴	产能	138,000.00	138,000.00	138,000.00	138,000.00
	产量	135,771.95	93,089.36	103,767.71	14,836.23
	产能利用率	98.39	67.46	75.19	43.00

产品	科目	2023年(末)	2024年(末)	2025年(末)	2026年第一季度(末)
铸件	产能	180,000.00	180,000.00	180,000.00	180,000.00
	产量	104,153.66	104,486.68	145,702.69	27,735.59
	产能利用率	57.86	58.05	80.95	61.63
其他锻件	产能	105,000.00	105,000.00	105,000.00	105,000.00
	产量	101,204.04	102,088.51	106,936.17	28,364.25
	产能利用率	96.38	97.23	101.84	108.05
锻材	产能	330,000.00	330,000.00	330,000.00	330,000.00
	产量	309,735.44	307,043.80	280,837.00	71,388.62
	产能利用率	93.86	93.04	85.1	86.53
粉末合金产品	产能	1,800.00	1,900.00	1,800.00	1,800.00
	产量	1,518.27	1,333.15	1,334.15	292.92
	产能利用率	84.35	70.17	74.12	65.09
风电装备模块化业务(套)	产能	700	700	700	700
	产量	595	472	718	208
	产能利用率	85.00	67.43	102.57	118.86

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。生产管理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。生产管理中心根据生产计划，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，2025 年原材料成本为 27.21 亿元，较上年增长 9.93%，占公司营业成本的 52.10%，占比较上年有所上升，主要系公司产品结构发生变化导致原材料占比上升。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，2025 年生铁采购量为 12.81 万吨，同比增长 15.88%；废钢采购量为 16.30 万吨，同比减少 16.07%，两类原料采购量变动出现分化，主要系公司年内结合原料价格波动、原材料杂质含量灵活调整采购结构所致。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。2025 年，公司前五大供应商采购金额合计占比为 36.19%，集中度较高但较上年有所下降。价格方面，2025 年公司废钢和生铁采购均价分别为 2,871.01 元/吨和 3,066.33 元/吨，同比分别下降约 10.28%和 7.08%。

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，但时刻关注原辅材料市场行情，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 60 天的生产材料储备，但在原材料价格较低时公司会增加储备，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高价值合金、批量订货的生铁等原材料，公司采用预付货款的方式进行采购；对于价格波动较小的合金、连续进货的废钢等原材料，公司采取货到付款的方式进行采购；对于价格波动较小且连续进货的其他辅助材料，采用按月滚动付款的方式进行结算。付款通常为电汇和票据相结合。

图表 5. 公司采购主要原材料/燃料情况（吨，万元/吨）

年份	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年第一季度	
	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	201,841	0.32	194,228	0.32	162,994	0.29	43,323	0.28
生铁	129,131	0.39	110,531	0.33	128,051	0.31	32,795	0.32
钼铁	410	26.00	460	20.91	370	22.32	102	22.97

年份	2023年		2024年		2025年		2026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
低铬	805	1.44	1,480	1.37	1,461	1.27	408	1.30
锰铁	2,660	0.73	2,893	0.71	2,504	0.70	549	0.53
硅铁	1,497	0.75	1,144	0.63	1,738	0.53	359	0.52
电力（万千瓦时，元/千瓦时）	44,958	0.70	48,479	0.67	45,894	0.63	11,426	0.63
天然气（万立方米，元/立方米）	6,486	3.61	6,914	3.40	6,494	3.20	1,794	3.55

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，公司通过设立事业部，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，2025年公司在欧洲成立了销售型子公司，加大海外市场拓展力度。2025年受整体市场环境等因素影响，公司境外收入为24.29亿元，同比小幅下降3.14%，境外收入占比回落至36.87%。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，2025年公司风电主轴产品销量同比增长7.44%至10.28万吨，风电装备模块化产品产销率下降至69.22%，系交付排期阶段性扰动。以风电产品为主的铸件产品销量同比增长15.45%至12.53万吨；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4.16%和9.98%。销售价格方面，2025年风电行业低价恶性竞争现象得到一定缓解，风电整机中标价有所回升，公司风电主轴产品销售均价同比上涨10.34%至0.96万元/吨；其他锻件产品和粉末冶金产品销售均价也实现回暖，同比分别上涨12.40%和24.13%；风电装备模块化产品因当年装配项目产品结构有所变化，导致销售均价同比下降7.09%至246.12万元/套。

图表6. 公司主要产品销售情况（吨，万元/吨）

产品	科目	2023年度	2024年度	2025年度	2026年一季度
风电主轴	销量	131,219.17	95,675.20	102,796.66	13,260.56
	产销率	96.65	102.78	99.06	89.38
	销售均价	1.00	0.87	0.96	0.87
铸件	销量	100,829.00	108,560.13	125,335.96	18,735.15
	产销率	96.81	103.90	86.02	67.55
	销售均价	0.97	0.98	0.97	1.19
其他锻件	销量	98,649.71	101,913.64	106,149.58	26,545.46
	产销率	97.48	99.83	99.26	93.59
	销售均价	1.29	1.21	1.36	1.24
粉末冶金产品	销量	1,368.19	1,305.79	1,436.15	295.08
	产销率	90.12	97.95	107.65	100.74
	销售均价	30.50	29.34	36.42	73.49
风电装备模块化业务（套）	销量	510	498	497	145
	产销率	85.71	105.51	69.22	69.71
	销售均价	100.30	264.90	246.12	248.95
锻材	销量	309,705.90	307,041.02	280,458.00	70,858.46
	产销率	99.99	100.00	99.87	99.26

产品	科目	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年一季度
	销售均价	0.57	0.58	0.58	0.57

注：①根据通裕重工提供资料整理；②锻材销量包含自用量。

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开展合作。2025 年，公司前五大客户销售金额合计占比为 36.86%，集中度依然较高。

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。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。2023-2025 年公司计入财务费用的汇兑损益（以负号表示损失）分别为 2,151.59 万元、246.10 万元和 2,004.85 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，是集冶炼、锻造、铸造、焊接、热处理、机加工、涂装于一体的综合性研发制造平台企业，可为能源电力（含风电、水电、火电、核电）、石化、船舶、海工装备、冶金、航空航天、矿山、水泥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；船舶用传动轴产品获得山东省工信厅发布的第八批制造业单项冠军。2025 年公司参与国家科技重大专项 1 项，通过省级成果鉴定 3 项，获省级技术发明一等奖等 4 项，授权专利 50 项。2025 年，公司研发投入 1.77 亿元，占营业收入的 2.68%；研发人员有 497 名，占公司总人数的 10.32%。截至 2026 年 3 月末，公司及控股子公司已取得境内专利达 338 项，其中发明专利 76 项、实用新型专利 260 项、外观设计专利 2 项。

图表 7. 公司新签订单情况（个，万元）

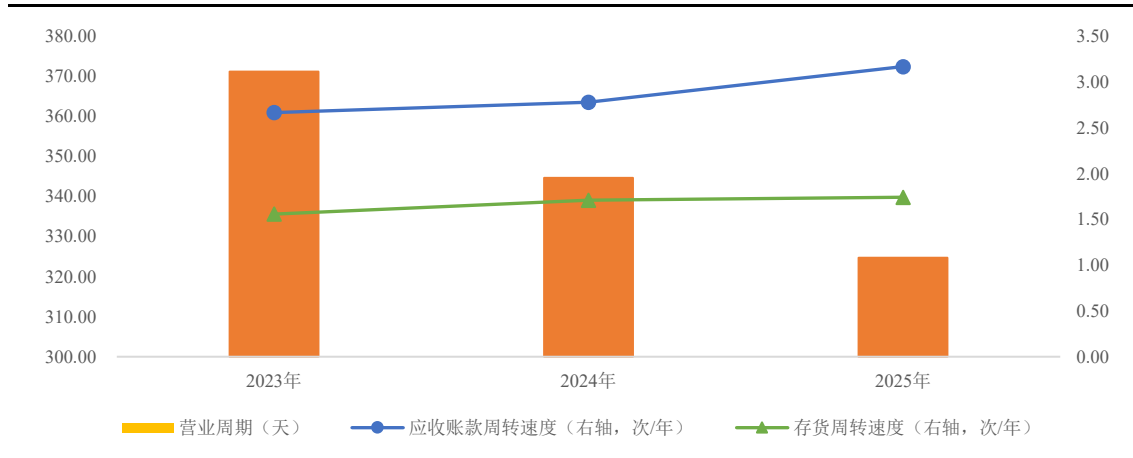
订单情况	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
新签订单数量	2,736	5,399	13,242	3,166
新签订单金额	623,137	686,661	727,822	193,767

注：根据通裕重工提供资料整理

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司新签订单金额分别为 62.31 亿元、68.67 亿元、72.78 亿元和 19.38 亿元，保持增长态势。截至 2026 年 3 月末，公司在手订单共计 1,894 个，合计订单金额为 31.48 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，2025 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，并成功开拓了南美水电、矿山等新市场。2025 年公司大型海上风电结构件产品实现了批量生产交付，随着海上风电等高端装备市场的快速发展，公司有望在海外高端应用领域获取更多份额，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，存货周转率较慢。2025 年，公司持续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进一步提升，营业周期缩短至 324.71 天，但公司经营效率仍有待提升。

该公司具备“冶炼—铸/锻—热处理—机加工—成套”全产业链布局，设备通用性及自动化、智能化水平高，在重资产和高固定成本环境下具备较强的生产调配与成本管控能力。公司通过集中采购和动态库存等机制，平滑原材料价格波动并传导成本压力。

④ 盈利能力

图表 9. 公司利润结构分析

公司营业利润结构	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	58.09	61.54	65.88	15.44
毛利 (亿元)	10.04	7.84	8.91	2.16
毛利率 (%)	17.28	12.73	13.53	14.00
期间费用率 (%)	10.21	9.26	9.19	9.00
其中：财务费用率 (%)	2.79	2.45	1.87	2.54
信用减值损失 (亿元)	-0.85	-0.55	-0.36	-0.04
资产减值损失 (亿元)	-0.38	-0.60	-0.68	-
其他收益 (亿元)	0.32	0.38	0.20	0.03
营业外净收入 (亿元)	0.04	0.04	-0.01	-0.02
净利润 (亿元)	2.08	0.42	0.68	0.42
净资产收益率 (%)	3.04	0.60	0.99	-

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，2023-2025 年营业毛利分别为 10.04 亿元、7.84 亿元和 8.91 亿元。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；2025 年风电行业低价竞争得到一定缓解，相关产品毛利率回升，带动公司整体毛利实现恢复性增长。其中，风电主轴毛利同比增长约 37.17%至 1.55 亿元，铸件毛利同比增长约 46.15%至 1.71 亿元。受上述因素影响，2023-2025 年公司综合毛利率分别为 17.28%、12.73% 和 13.53%，2025 年毛利率虽有小幅提升，但仍处于一般水平。

近年来，该公司期间费用呈波动态势，2023-2025 年分别为 5.93 亿元、5.70 亿元和 6.06 亿元。公司期间费用以管理费用、研发费用和财务费用为主，2025 年分别为 2.34 亿元、1.77 亿元和 1.23 亿元。其中管理费用和研发费用分别同比增长 12.44%和 18.62%，财务费用同比下降 18.63%。2023-2025 年公司分别计提资产与信用减值

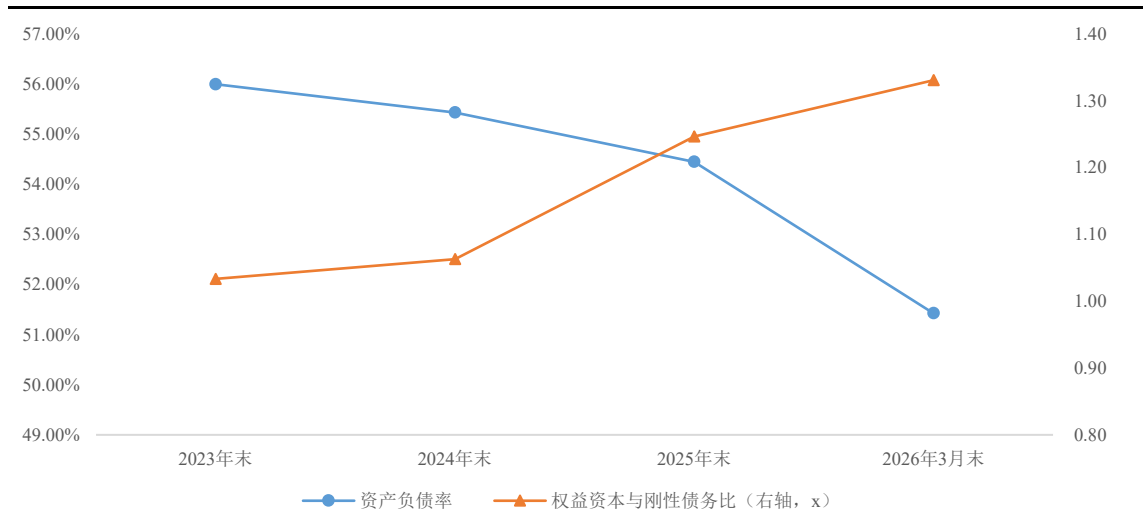
损失合计 1.24 亿元、1.15 亿元和 1.04 亿元，其中 2025 年主要包括应收账款坏账损失 0.35 亿元、固定资产减值损失 0.28 亿元、存货跌价损失 0.26 亿元和长期股权投资减值损失 0.12 亿元。2023-2025 年，公司营业外净收入及其他收益分别为 0.36 亿元、0.41 亿元和 0.19 亿元，主要为政府补助及进项税加计抵减。公司投资收益规模小，2025 年为-0.04 亿元。同期，公司净利润分别为 2.08 亿元、0.42 亿元和 0.68 亿元，净利润增长率分别为-16.98%、-79.95%和 64.27%；净资产收益率分别为 3.04%、0.60%和 0.99%。2025 年随着风电行业低价恶性竞争现象得到一定缓解，产品价格普遍回升，公司盈利能力有所修复，但净资产收益率仍处于相对较低水平。

3. 财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模压降且期限结构有所优化，财务杠杆水平进一步下降；应收账款和存货占流动资产比例仍较高，资产流动性一般。得益于主业盈利提升和采购支付方式优化，2025 年经营性现金流明显改善。公司银行授信较充裕，融资成本持续压降，可对即期债务偿付提供一定支撑。

(1) 财务杠杆

图表 10. 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。

跟踪期内，该公司财务杠杆水平继续小幅下降。2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，公司资产负债率分别为 55.99%、55.43%、54.44%和 51.42%，呈稳步下降趋势。受益于刚性债务规模的有效压降，权益资本对刚性债务的保障程度逐年增强，同期分别为 1.03、1.06、1.25 和 1.33。

① 资产

图表 11. 公司主要资产的分布情况 (单位: 亿元, %)

主要数据及指标		2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动资产	金额	80.59	79.26	77.37	77.30
	占比	51.54	51.07	51.03	51.34
其中：货币资金		14.54	12.85	9.00	9.30
应收账款		22.26	22.00	19.57	18.59
应收票据及应收账款融资		7.47	6.20	8.53	7.95
存货		31.91	30.88	34.52	35.49
其他流动资产		2.33	3.21	2.61	2.80
非流动资产	金额	75.76	75.94	74.26	73.27
	占比	48.46	48.93	48.97	48.66
其中：固定资产		53.36	58.38	56.57	55.39

主要数据及指标	2023年末	2024年末	2025年末	2026年3月末
在建工程	12.67	8.87	9.22	9.69
无形资产	4.30	4.18	4.09	4.06
其他非流动资产	4.29	3.50	3.15	2.85
期末全部受限资产账面金额	33.51	24.28	20.02	20.70
受限资产账面余额/总资产	21.22	15.64	13.20	13.74

注：根据通裕重工提供资料整理

2023-2025年末，该公司资产总额分别为156.34亿元、155.20亿元和151.62亿元，呈小幅下降趋势，其中流动资产占比约为51%。

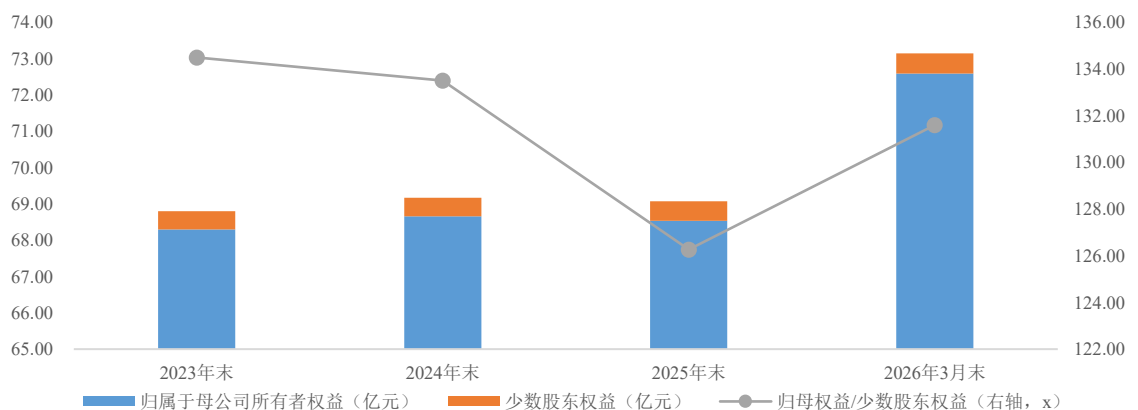
2025年末，该公司流动资产为77.37亿元，较上年末下降2.39%，以货币资金、应收账款及应收票据和存货为主。同期末货币资金为9.00亿元，较上年末减少29.99%，其中受限部分2.99亿元，主要系作为各类保证金和抵押等；应收票据及应收款项融资合计为8.53亿元；应收账款账面价值为19.57亿元，累计计提坏账准备4.54亿元，其中按单项计提的坏账准备为1.84亿元，一年以内账龄占比74.53%，应收账款和合同资产²（未到期质保金）前五大欠款方合计余额7.66亿元，占两科目合计余额的26.94%；存货账面价值为34.52亿元（已计提跌价准备0.72亿元），较上年末增长11.79%，原材料、在产品和库存商品在存货余额中占比分别为16.34%、32.74%和29.48%。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，公司目前未采取套期保值等避险措施，若未来原材料及产品价格下跌，或存在一定的减值风险。

2025年末，该公司非流动资产为74.26亿元，较上年末下降2.21%，主要包括固定资产、在建工程和无形资产等。同期末固定资产为56.57亿元³，主要为房屋及建筑物和机器设备等，主要因折旧较上年末减少3.11%；在建工程为9.22亿元，较上年末增长3.93%；无形资产为4.09亿元，主要为土地使用权；其他非流动资产3.15亿元，较上年末减少10.25%，主要系一年以上合同资产2.76亿元及预付工程设备款0.38亿元。

2026年3月末，该公司资产总额较上年末减少0.69%至150.58亿元，主要资产科目较上年末变化不大；受限资产合计20.70亿元，占资产总额的13.74%，受限比例较高，主要包括货币资金3.35亿元、应收票据4.40亿元、固定资产10.06亿元和无形资产2.88亿元，主要用作各类保证金和贷款抵押等。

② 所有者权益

图表 12. 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。

2023-2025年末，该公司所有者权益分别为68.80亿元、69.17亿元和69.07亿元，整体保持稳定。2025年末，公司资本公积较上年末增加0.69亿元至15.26亿元，主要系以前年度子公司存货账实不符问题由原管理团队承担经营管理责任，相关补偿全额计入资本公积；未分配利润增加0.18亿元至10.48亿元，主要受当期净利润结转及利润分配的综合影响。2025年末公司实收资本和资本公积合计占所有者权益比重为78.51%，权益稳定性

² 合同资产（包含列示于一年内到期的非流动资产和非流动资产中的合同资产）共4.20亿元，累计计提减值准备0.12亿元。

³ 其中账面价值3.40亿元的固定资产已竣工结算，产权证书正在办理。

较好。2026年3月末，公司所有者权益为73.14亿元，较上年末增加4.07亿元，主要因一季度可转换公司债券部分完成转股，对应实收资本和资本公积有所增加。

③ 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务

主要数据及指标	2023 末	2024 末	2025 末	2026 年 3 月末
刚性债务	66.58	65.08	55.43	54.97
其中：短期刚性债务	45.91	42.91	28.30	27.22
中长期刚性债务	20.67	22.17	27.13	27.75
应付账款	11.19	11.73	16.33	10.14
合同负债	1.65	1.46	2.98	4.34
其他应付款	1.98	1.25	0.87	0.96
其他流动负债	2.88	3.14	3.08	3.28
综合融资成本（年化，%）	3.48	3.03	2.81	2.44

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，2025 年末占比为 66.21%，其中刚性债务和应付账款占总负债的比例分别为 67.15%和 19.78%。公司应付账款主要为应付货款、工程款和设备款等，2025 年末较上年末增长 39.12%至 16.33 亿元，主要系应付货款增加；合同负债主要为预收货款，2025 年末较上年末增长 104.73%至 2.98 亿元，主要系预收客户定金增加；其他应付款为 0.87 亿元，主要为应付保证金、押金等；其他流动负债为 3.08 亿元，主要为未终止确认的应收票据。2026 年 3 月末，公司负债总额较上年末减少 6.20%至 77.43 亿元，其中应付账款较上年末减少 37.92%至 10.14 亿元，合同负债较上年末增长 45.49%至 4.34 亿元。

2023-2025 年末，该公司刚性债务分别为 66.58 亿元、65.08 亿元和 55.43 亿元，规模呈下降趋势。2025 年末公司短期刚性债务为 28.30 亿元，较上年末减少 14.61 亿元，主要系短期借款减少所致。同期末中长期刚性债务为 27.13 亿元，较上年末增加 4.96 亿元，主要系长期借款增加 4.22 亿元所致。随着短期借款的压降及中长期借款的增加，公司刚性债务期限结构有所改善。公司融资渠道以银行借款和债券融资为主，截至 2025 年末，公司银行借款合计 35.97 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 1.75%-4.88%。2026 年 3 月末，公司刚性债务规模略有下降，其中应付票据减少 0.96 亿元，长期借款增加 4.09 亿元，应付债券因可转债转股减少 3.45 亿元。融资成本方面，据公司测算，2023-2025 年公司综合融资成本分别为 3.48%、3.03%和 2.81%，近年来综合融资成本明显下降。

图表 14. 公司 2026 年 3 月末存续银行借款期限结构（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	20.18	10.33	4.89	0.09	0.003	35.49

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《资金管理办法》和《费用支出暂行管理办法》，资金管理遵循完整性、真实性、统一性、时效性和刚性原则。对于费用报支（不含财务费用）金额 5 万元及以下的，签批至财务总监；5 万元（不含）至 50 万元（不含）的，签批至总经理；50 万元及以上的，签批至董事长。财务费用金额 20 万元及以下的，签批至财务总监；20 万元（不含）至 100 万元（不含）的，签批至总经理；100 万元及以上的，签批至董事长。公司与子公司之间进行资金调拨时，经财务管理中心负责人审核，财务总监批准。

投融资和对外担保方面，该公司制定了《投资管理办法》、《债务融资管理办法》和《担保管理办法》。投资方面，公司对投资决策实行分级审批。公司股东会、董事会、总经理办公会等为公司投资的决策及审议机构，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，公司财务管理中心作为融资事项的管理部门，负责融资全流程管理，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。担保方面，公司对担保对象、额度、形式作出限定，划分各岗位权责，完善审批、履约、事后监管流程，严守合规与风险底线。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 15. 公司现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额	-1.33	2.24	10.08	-3.31
其中：业务现金收支净额	1.81	3.07	11.55	-3.33
投资环节产生的现金流量净额	-5.53	-2.78	-2.30	-0.07
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	-7.36	-3.17	-3.96	-0.17
筹资环节产生的现金流量净额	7.53	-0.08	-8.60	3.38
其中：现金利息支出（以负号表示支出）	-0.95	-0.95	-1.09	-0.16

注：根据通裕重工所提供数据整理。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司业务现金收支净额分别为 1.81 亿元、3.07 亿元、11.55 亿元和-3.33 亿元，其中 2025 年公司通过调整对供应商货款的付款节奏，增加票据付款，减少了当期采购的现金支出，使得业务现金净流入显著增长；2026 年一季度则因采购款项现金结算支出增加转为净流出。其他因素现金收支金额分别为-3.14 亿元、-0.82 亿元、-1.47 亿元和 0.03 亿元，主要为期间费用及押金、保证金的收支。同期，公司经营性现金流量净额分别为-1.33 亿元、2.24 亿元、10.08 亿元和-3.31 亿元，整体有所改善。

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。2023-2025 年及 2026 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.53 亿元、-2.78 亿元、-2.30 亿元和-0.07 亿元，主要系对募投项目等在建工程投资。2025 年，公司投资性现金流净流出规模进一步收窄，主要系当期定期存款及理财产品到期赎回带来现金流入 2.16 亿元；2026 年一季度，公司购建资产相关的投资支出规模减小，投资性现金流呈小幅净流出。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 7.53 亿元、-0.08 亿元、-8.60 亿元和 3.38 亿元，其中 2023 年公司债务融资力度较大，筹资性现金流呈大额净流入；2025 年，公司主动优化债务结构，偿还大额短期借款，致使筹资性现金流呈净流出状态；2026 年一季度，为满足当期业务资金周转需求，公司增加借款，筹资性现金流转为净流入。

② 偿债能力

图表 16. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年
EBITDA（亿元）	8.37	6.48	8.12
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.10	0.13
EBITDA/利息支出（倍）	3.97	3.49	4.79

注：根据通裕重工所提供数据整理。

2023-2025 年，该公司 EBITDA 分别为 8.37 亿元、6.48 亿元和 8.12 亿元，2025 年 EBITDA 有所回升，主要系利润总额及固定资产折旧规模增加所致。2025 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 14.70%、17.45%和 65.37%。同期 EBITDA 对刚性债务覆盖倍数分别为 0.13、0.10 和 0.13；对利息支出的覆盖倍数分别为 3.97、3.49 和 4.79。2025 年 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所增强。

财务弹性方面。截至 2026 年 3 月末，该公司共获得银行授信总额度为 114.67 亿元，其中大型国有金融机构授信占比约为 28.69%，剩余未使用额度为 73.26 亿元，可用授信较充裕。

4. 调整因素

(1) ESG 因素

该公司秉持绿色发展、环境友好、循环经济的发展理念，专注于风电、核电、水电等清洁能源领域装备及产品的研发与制造，积极践行绿色、环保、节能的社会责任。2025 年，公司强化安全培训与隐患排查，全年无重大安全事故发生。2025 年 8 月，因子公司以前年度管理不善、存货核算方法有误等原因导致存货账实不符，公司及相关责任人员收到中国证监会山东监管局下发的行政监管措施决定书，被采取出具警示函的措施，目前相关事项影响已基本消除。

管理方面，该公司设股东会和董事会。股东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，职工代表董事 1 人，设董事长 1 人。2025 年 10 月，公司完成第七届董事会换届选举，原非独立董事黄文峰、司勇、朱丹、王子、司鉴涛以及原独立董事郭国庆、赵西卜、芦海滨均不再担任董事职务；选举刁菡玉为董事长、刘伟为副董事长、王龙飞、张继森、司猛为非独立董事，朱江俐为职工代表董事，娄祝坤、倪受彬、刘延俊为独立董事。2026 年 5 月，刘伟因个人原因辞去公司董事、副董事长及总经理等职务。2026 年 6 月，经公司 2026 年第一次临时股东会审议，高锐被选举为公司董事。截至本报告出具日，公司第七届董事会由刁菡玉、高锐、王龙飞、张继森、司猛、朱江俐、娄祝坤、倪受彬和刘延俊组成，其中刁菡玉任董事长。

(2) 科技赋能因素

近年来该公司研发主要围绕大型锻件和结构件的研发，不涉及国家或关键领域重大科技项目，故公司在科技赋能因素方面不涉及评级调整。

(3) 跨业多元化因素

该公司从事大型锻件、铸件的生产与销售，主业突出，不涉及跨业多元化评级调整。

(4) 流动性因素

图表 17. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动比率 (%)	122.01	125.63	141.56	158.18
速动比率 (%)	72.32	75.44	76.19	82.07
现金比率 (%)	30.25	27.29	27.03	23.50

注：根据通裕重工所提供数据整理。

随着 2025 年公司大幅压降短期借款，负债集中于短期的状况有所改善，带动流动性指标整体提升。2025 年末因公司使用现金偿还借款较多，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。进一步结合公司短期内资金支出需求及可用授信情况判断，公司不涉及流动性因素评级调整。

(5) 表外事项

截至 2025 年末，该公司无对外担保和大额未决诉讼。

(6) 其他因素

该公司关联交易金额不大，2025 年向关联方采购商品/接受劳务金额为 0.06 亿元，主要系固废处理、办公软件及云基础设施采购费用；向关联方出售/提供劳务金额为 0.02 亿元；期末应付关联方各款项合计为 0.02 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 5 月 9 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 2026 年 6 月 1 日），未发现公司存在重大行政处罚、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

2025 年，该公司控股股东和实际控制人已完成变更。2025 年 5 月 6 日，公司原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”）签署了《股份转让协议》及《表决权委托协议》，珠海港集团将其持有的公司 604,032,700 股股份（占公司总股本的 15.50%）以每股人民币 2.22 元的价格协议转让给国惠资本，转让价款合计 13.41 亿元，并将所持剩余 188,394,890 股股份（占公司总股本的 4.83%）对应的表决权不可撤销地委托国惠资本行使。上述股份转让已于 2025 年 8 月 28 日完成过户登记。本次权益变动完成后，国惠资本对公司的表决权比例达到 20.33%，正式成为公司控股股东，国惠资本为山东发展投资控股集团有限公司（简称“山东发展集团”）的全资子公司，山东发展集团成为公司的间接控股股东，公司实际控制人变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。变更后，公司定位为山东发展集团体系内的高端装备智能制造中心和重要的平台枢纽。作为山东省属国资控股的上市公司，公司未来在拓宽融资渠道以及省内项目拓展等方面可获得股东方一定程度的支持，并有望与集团内相关业务板块产生产业链协同效应。

2026 年 3 月末，受“通裕转债”转股后总股本增加影响，国惠资本对该公司的持股比例由 15.50%被动稀释至 14.97%；连同珠海港集团委托其行使表决权的股份，国惠资本合计控制公司 19.63%的表决权，山东发展集团仍为公司间接控股股东。

山东发展集团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。2025 年末，山东发展集团总资产为 2,517.88 亿元，净资产为 1,510.87 亿元，资产负债率为 39.99%；同年实现营业总收入 290.14 亿元，净利润 25.73 亿元。

6. 同业比较分析

本评级报告选取了青岛天能重工股份有限公司（简称“天能重工”）和株洲时代新材料科技股份有限公司（“时代新材”）作为该公司的同业比较对象。天能重工是国内领先的风电塔筒及大型重型风电海工结构件制造商，业务结构与公司具有一定相似性，具有一定的可比性。时代新材主要从事轨道交通、风电、汽车及新材料等领域高分子复合材料及制品的研发、生产和销售，其中风电叶片及相关新材料业务与该公司所处风电装备产业链具有一定关联性，具有一定的可比性。

与同业可比公司相比，该公司营业收入规模适中，营运效率处于行业中等水平；同时公司资产负债率相对较低，EBITDA 对利息支出的覆盖能力相对更强。但受业务结构及激烈的行业竞争影响，公司盈利能力相对较弱。

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，可以在该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%）。

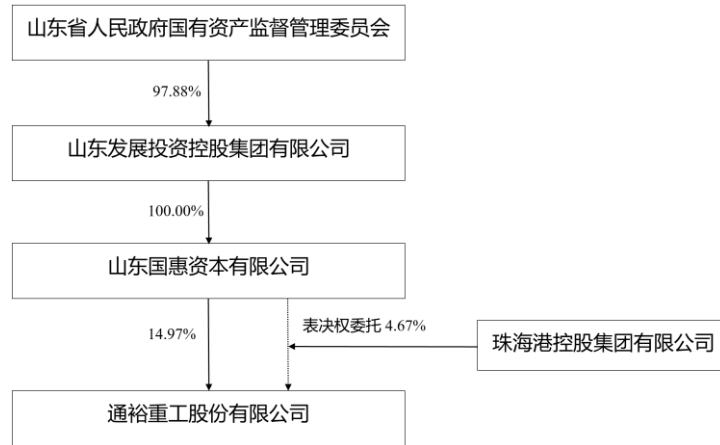
当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

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：

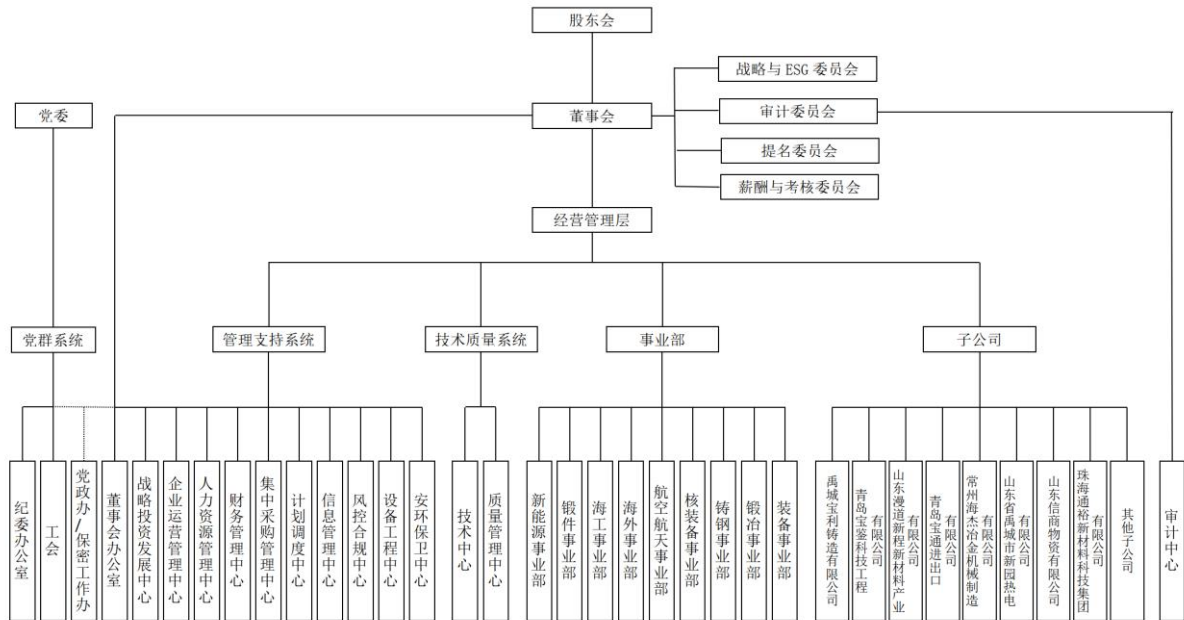
公司与实际控制人关系图



注：根据通裕重工提供的资料绘制（截至 2026 年 3 月末）。

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 2025 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	2025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)	
山东发展投资控股集团有限公司	山东发展集团	公司之间接 控股股东	--	融资租赁、生产 制造、贸易、工 程施工等	881.09	1,510.87	290.14	25.73	46.45	合并口径
通裕重工股份有限公司	通裕重工	本级	-	锻件生产	42.76	59.62	46.47	0.54	21.81	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	-	3.53	14.15	0.20	0.91	
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	0.29	6.71	17.04	0.13	-9.22	
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	2.86	4.42	5.43	3.23	0.82	

注：根据通裕重工 2025 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	2025 年度经营数据				2025 年末财务数据/指标			
		营业收入 （亿元）	毛利率 （%）	净资产收益率 （%）	营业周期 （天）	权益资本与刚性 债务比 （倍）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息支 出 （倍）	EBITDA/刚性债 务 （倍）
青岛天能重工股份有限公司	AA-/稳定	39.57	14.14	2.11	438.88	1.46	56.66	3.89	0.17
株洲时代新材料科技股份有限公司	--	214.71	14.64	7.33	139.12	4.42	64.67	1.17	0.73
通裕重工股份有限公司	AA/稳定	65.88	13.53	0.99	324.71	1.25	54.44	4.79	0.13

注：青岛天能重工股份有限公司和株洲时代新材料科技股份有限公司非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，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]	2023年/末	2024年/末	2025年/末	2026年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	156.34	155.20	151.62	150.58
货币资金 [亿元]	14.54	12.85	9.00	9.30
刚性债务[亿元]	66.58	65.08	55.43	54.97
所有者权益 [亿元]	68.80	69.17	69.07	73.14
营业收入[亿元]	58.09	61.54	65.88	15.44
净利润 [亿元]	2.08	0.42	0.68	0.42
EBITDA[亿元]	8.37	6.48	8.12	-
经营性现金净流入量[亿元]	-1.33	2.24	10.08	-3.31
投资性现金净流入量[亿元]	-5.53	-2.78	-2.30	-0.07
资产负债率[%]	55.99	55.43	54.44	51.42
权益资本与刚性债务比[倍]	1.03	1.06	1.25	1.33
流动比率[%]	122.01	125.63	141.56	158.18
现金比率[%]	30.25	27.29	27.03	23.50
利息保障倍数[倍]	2.10	1.18	1.54	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	371.19	344.66	324.71	-
毛利率[%]	17.28	12.73	13.53	14.00
营业利润率[%]	4.42	1.04	1.83	3.64
总资产报酬率[%]	2.82	1.40	1.70	-
净资产收益率[%]	3.04	0.60	0.99	-
净资产收益率*[%]	3.01	0.60	0.95	-
营业收入现金率[%]	74.90	90.08	82.21	85.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.93	3.47	17.12	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.80	-0.61	9.23	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.97	3.49	4.79	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.10	0.13	-

注：表中数据根据通裕重工经审计的 2023-2025 年及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=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)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

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
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
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
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。
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	2025年6月26日	AA/稳定	刘佳、阮犇犇	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）	报告链接
	本次评级	2026年6月17日	AA/稳定	刘佳、阮犇犇	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	2025年6月26日	AA	刘佳、阮犇犇	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）	报告链接
	本次评级	2026年6月17日	AA	刘佳、阮犇犇	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。