

盈利环比改善，23 年业绩有望高增

业绩简评

4月15日公司披露22年年报，22年公司实现营收19.45亿元，同比-15.20%，实现归母净利润0.95亿元，同比-78.55%。其中，Q4公司实现营收5.88亿元，同比+4.39%，实现归母净利润0.38亿元，同比-63.57%。22年受风电场开工审慎影响，风电塔筒法兰产品订单减少及风电塔筒法兰价格下降，同时风电轴承产品现处于建设期，产能尚处于爬坡期。

经营分析

Q4 公司盈利能力环比回升，利润端压力趋缓。22年公司风电塔筒法兰实现营收9.18亿元，同比下降24.01%，受市场供需情况影响，公司风电塔筒法兰产品订单减少，价格下降，导致22年公司风电塔筒法兰毛利率10.25%，同比减少22.8pcts。4Q22公司利润端压力趋缓，塔筒法兰价格或有提升，公司整体单季度毛利率回升至13.24%，环比+5.88pct。

23 年下游风电需求高增有望带动公司法兰业务持续改善。展望23年，随着风机大型化及海上风电高景气，公司作为国内大兆瓦风电法兰龙头，有望充分受益。根据公司公告，恒润环锻现有厂区10MW及以上风电塔筒法兰已实现批量生产，并逐步向12MW突破。预计公司定制化、高毛利率的海上大兆瓦风电法兰产品结构持续优化，23-25年风电辗制法兰毛利率有望达22.2%/24.6%/25.5%，带动公司整体盈利能力回升。

公司纵向拓展风电轴承产品，23 年业绩有望高增。4Q22 子公司恒润传动新研发6MW三排独立变桨轴承已实现批量化生产销售，现阶段已实现150套/月产能爬坡，同时8MW独立变桨轴承处于台架试验认证阶段。22年公司风电轴承业务实现营收1.12亿元，对应销量981支。23年伴随海外无软带淬火设备落地后，主轴轴承有望开始放量。我们预计23-25年轴承将贡献9.2/16.6/20.0亿元左右营业收入。

盈利预测、估值与评级

公司作为风电塔筒法兰龙头，有望充分受益风机大型化趋势，市场份额持续提升，同时公司积极布局风电轴承和齿轮箱锻件业务，有望打造第二成长曲线。我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为2.9/6.1/8.4亿元，公司股票现价对应PE估值为32/15/11倍，维持“增持”评级。

风险提示

下游风电装机不及预期、公司产能扩张及新产品研发不及预期、原材料价格上涨、限售股解禁风险、股权质押及减持风险、汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 20.91 元

相关报告:

- 《恒润股份公司点评：至暗时刻已过，看好中长期业绩弹性》，2023.1.31
- 《风电法兰龙头，新布局迎来新起点-恒润股份首次覆盖》，2022.12.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,293	1,945	3,416	4,769	5,885
营业收入增长率	-3.82%	-15.20%	75.65%	39.59%	23.42%
归母净利润(百万元)	442	95	286	611	838
归母净利润增长率	-4.59%	-78.55%	201.53%	113.86%	37.04%
摊薄每股收益(元)	1.303	0.215	0.648	1.387	1.900
每股经营性现金流净额	0.96	-0.36	0.16	0.96	1.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.24%	2.79%	7.95%	15.00%	17.53%
P/E	40.99	114.87	32.25	15.08	11.00
P/B	5.43	3.20	2.56	2.26	1.93

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,385	2,293	1,945	3,416	4,769	5,885	货币资金	295	791	1,195	1,065	810	1,014
增长率	-3.8%	-15.2%	75.6%	39.6%	23.4%		应收款项	566	498	638	924	1,289	1,591
主营业务成本	-1,669	-1,736	-1,732	-2,843	-3,716	-4,495	存货	534	405	619	818	1,069	1,293
%销售收入	70.0%	75.7%	89.1%	83.2%	77.9%	76.4%	其他流动资产	119	1,085	95	67	83	96
毛利	716	557	213	573	1,053	1,391	流动资产	1,514	2,779	2,547	2,873	3,251	3,994
%销售收入	30.0%	24.3%	10.9%	16.8%	22.1%	23.6%	%总资产	56.3%	71.4%	59.0%	58.1%	59.2%	63.0%
营业税金及附加	-13	-15	-6	-10	-14	-18	长期投资	383	128	148	148	148	148
%销售收入	0.5%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	588	633	1,308	1,570	1,716	1,788
销售费用	-13	-12	-9	-17	-24	-29	%总资产	21.9%	16.3%	30.3%	31.8%	31.2%	28.2%
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	138	79	107	135	163	191
管理费用	-66	-80	-64	-109	-153	-188	非流动资产	1,174	1,114	1,767	2,069	2,244	2,343
%销售收入	2.8%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	%总资产	43.7%	28.6%	41.0%	41.9%	40.8%	37.0%
研发费用	-99	-88	-58	-102	-143	-177	资产总计	2,688	3,893	4,314	4,943	5,495	6,337
%销售收入	4.2%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	521	0	81	400	146	0
息税前利润 (EBIT)	524	361	75	334	719	979	应付款项	305	454	736	815	1,065	1,289
%销售收入	22.0%	15.8%	3.9%	9.8%	15.1%	16.6%	其他流动负债	211	81	69	132	209	268
财务费用	-26	-29	15	-3	-5	2	流动负债	1,037	535	886	1,347	1,420	1,557
%销售收入	1.1%	1.3%	-0.8%	0.1%	0.1%	0.0%	长期贷款	50	0	0	0	0	0
资产减值损失	-20	-10	-12	0	0	0	其他长期负债	55	20	30	0	0	0
公允价值变动收益	75	5	5	0	0	0	负债	1,142	555	917	1,347	1,421	1,557
投资收益	-8	178	30	0	0	0	普通股股东权益	1,522	3,337	3,398	3,595	4,074	4,780
%税前利润	n.a	34.9%	25.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	204	339	441	441	441	441
营业利润	551	510	116	336	719	986	未分配利润	796	1,129	1,185	1,383	1,862	2,568
营业利润率	23.1%	22.2%	5.9%	9.8%	15.1%	16.7%	少数股东权益	24	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	2,688	3,893	4,314	4,943	5,495	6,337
税前利润	550	511	115	336	719	986	比率分析						
利润率	23.1%	22.3%	5.9%	9.8%	15.1%	16.7%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-93	-71	-20	-50	-108	-148	每股指标						
所得税率	16.9%	13.9%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.272	1.303	0.215	0.648	1.387	1.900
净利润	457	440	95	286	611	838	每股净资产	7.468	9.841	7.707	8.155	9.242	10.842
少数股东损益	-6	-2	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.190	0.960	-0.358	0.155	0.958	1.597
归属于母公司的净利润	463	442	95	286	611	838	每股股利	0.500	0.400	0.100	0.200	0.300	0.300
净利率	19.4%	19.3%	4.9%	8.4%	12.8%	14.2%	回报率						
							净资产收益率	30.42%	13.24%	2.79%	7.95%	15.00%	17.53%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.23%	11.35%	2.20%	5.78%	11.12%	13.22%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	20.36%	9.32%	1.78%	7.11%	14.48%	17.40%
净利润	457	440	95	286	611	838	增长率						
少数股东损益	-6	-2	0	0	0	0	主营业务收入增长率	66.61%	-3.82%	-15.20%	75.65%	39.59%	23.42%
非现金支出	81	69	63	90	106	121	EBIT增长率	169.60%	-31.07%	-79.18%	344.14%	115.24%	36.09%
非经营收益	-28	-171	-42	7	10	3	净利润增长率	458.52%	-4.59%	-78.55%	201.53%	113.86%	37.04%
营运资金变动	-267	-12	-274	-315	-304	-257	总资产增长率	37.91%	44.79%	10.83%	14.57%	11.17%	15.33%
经营活动现金净流	242	326	-158	69	422	704	资产管理能力						
资本开支	-57	-335	-544	-394	-280	-220	应收账款周转天数	51.0	55.0	84.4	75.0	75.0	75.0
投资	-365	-457	1,059	0	0	0	存货周转天数	99.1	98.7	107.9	105.0	105.0	105.0
其他	10	14	-94	0	0	0	应付账款周转天数	33.0	34.9	46.1	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-411	-778	420	-394	-280	-220	固定资产周转天数	87.5	73.9	151.8	93.0	70.2	58.8
股权募资	0	1,454	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	247	-485	80	292	-255	-146	净负债/股东权益	13.06%	-55.03%	-32.76%	-18.48%	-16.31%	-21.21%
其他	-100	-103	-36	-97	-142	-135	EBIT利息保障倍数	20.4	12.5	-5.1	119.4	146.9	-491.5
筹资活动现金净流	146	866	44	196	-396	-281	资产负债率	42.47%	14.27%	21.24%	27.26%	25.85%	24.57%
现金净流量	-27	404	314	-130	-254	204							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-16	增持	25.85	34.74~34.74
2	2023-01-31	增持	29.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402