

恒润股份 (603985)

2023 年一季报点评: 业绩拐点已经出现, 盈利水平明显提升

买入 (维持)

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书: S0600520080001
huangrli@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,945	3,390	4,535	5,462
同比	-15%	74%	34%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	95	302	510	753
同比	-79%	219%	69%	47%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.22	0.69	1.16	1.71
P/E (现价&最新股本摊薄)	94.36	29.62	17.52	11.88

关键词: #业绩符合预期

事件: 公司发布 2023 年一季报。

■ 法兰业务进入上行期&轴承业务贡献新增量, Q1 收入端表现明显回暖

2023Q1 公司实现营业收入 4.33 亿元, 同比+16.36%, 明显回暖, 基本符合我们预期。分产品来看: 1) 法兰: 在 1 月份疫情、春节假期影响下, 我们判断 2023Q1 仍实现明显增长, 其中海风法兰收入占比明显提升; 2) 轴承: 2022Q4 恒润传动三排独立变桨轴承实现批量生产, 我们判断 2023Q1 贡献较大收入增量, 这一方面系 2022 年底公司库存量达到 238 支, 在 2023Q1 陆续确认收入, 另一方面系 2023Q1 仍有一定轴承新出货, 同样贡献新增量。据我们不完全统计, 2022 年我国风机招标量达到 101GW, 同比+87%, 其中陆上风电 84GW, 同比+64%, 海上风电 17GW, 同比+513%。展望 2023 年, 随着下半年风电装机量大幅提升, 叠加海上风电需求放量, 我们判断公司法兰主业有望迎来量价齐升拐点。此外, 随着恒润传动产能释放, 公司风电轴承有望加速扩张, 2023 年收入端有望加速增长。

■ 毛利率明显改善&规模效应显现, Q1 净利率实现明显提升

2023Q1 公司归母净利润为 2926 万元, 同比+131.61%; 实现扣非归母净利润 2717 万元, 同比+189.63%。2023Q1 公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 6.76%和 6.28%, 分别同比+3.36pct 和+3.76pct, 盈利水平明显改善。1) 毛利端: 2023Q1 销售毛利率为 14.25%, 同比+2.84pct, 环比+1.01pct, 明显提升。分产品来看, 我们判断法兰、轴承业务毛利率均有所提升, 其中法兰业务一方面系公司溢价能力提升, 另一方面系高毛利率的海风法兰收入占比提升; 轴承毛利率环比明显提升, 主要系 2022 年底恒润传动计提较多固定资产折旧。2) 费用端: 2023Q1 期间费用率为 6.26%, 同比-1.40pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.05pct、-0.19pct、+0.43pct、-1.59pct, 规模效应显现, 进一步驱动盈利水平上行。

■ 风电法兰具备持续扩张潜力, 布局风电轴承&齿轮打开成长空间

作为业内少有同时掌握锻件和深加工技术的企业, 公司具备平台化持续扩张的潜力。1) 在风电行业内: ①公司海上大功率法兰技术持续突破, 9MW 已经量产, 2021 年募投项目将生产能力扩充至 12MW, 达产年产值达到 12.46 亿元, 夯实公司在风电法兰领域核心竞争力。②2021 年募投加码风电轴承&齿轮项目, 完善风电产业链布局, 达产年产值分别为 19.51 和 24.55 亿元, 进一步打开成长空间, 其中轴承项目基建已基本完工, 有望快速放量。2) 此外, 公司产品还广泛应用于石化、金属压力容器、机械等行业, 看好公司在产能放宽背景下, 在其他领域市场份额快速提升。

■ 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 3.02、5.10、7.53 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 30、18、12 倍。基于公司风电法兰、轴承等业务的成长潜力, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 盈利水平下滑、市场竞争加剧、风电行业景气下滑等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.29
一年最低/最高价	17.69/37.34
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	8,945.01
总市值(百万元)	8,945.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.77
资产负债率(% ,LF)	20.78
总股本(百万股)	440.86
流通 A 股(百万股)	440.86

相关研究

《恒润股份(603985): 2022 年报点评: Q4 盈利水平环比明显改善, 静待 2023 年业绩加速修复》
2023-04-20

《恒润股份(603985): 2022 年业绩预告点评: 至暗时刻已过, 看好 2023 年法兰回暖&轴承放量》
2023-01-31

恒润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,547	2,984	3,848	4,887	营业总收入	1,945	3,390	4,535	5,462
货币资金及交易性金融资产	1,195	1,532	1,994	2,753	营业成本(含金融类)	1,732	2,833	3,664	4,251
经营性应收款项	669	777	1,041	1,254	税金及附加	6	17	23	27
存货	619	616	748	810	销售费用	9	15	19	22
合同资产	12	0	0	0	管理费用	64	108	141	164
其他流动资产	53	59	65	70	研发费用	58	98	127	147
非流动资产	1,767	1,768	1,765	1,757	财务费用	-15	-12	-12	-14
长期股权投资	83	83	83	83	加:其他收益	3	6	7	8
固定资产及使用权资产	810	1,050	1,161	1,204	投资净收益	29	34	34	27
在建工程	500	250	125	62	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	107	108	109	110	减值损失	-12	-15	-15	-15
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	116	355	600	885
其他非流动资产	267	277	287	297	营业外净收支	-1	1	1	1
资产总计	4,314	4,752	5,613	6,644	利润总额	115	355	601	886
流动负债	886	1,022	1,372	1,651	减:所得税	20	53	90	133
短期借款及一年内到期的非流动负债	81	181	281	381	净利润	95	302	510	753
经营性应付款项	732	661	856	993	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	7	42	55	64	归属母公司净利润	95	302	510	753
其他流动负债	66	137	180	213	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.69	1.16	1.71
非流动负债	30	30	30	30	EBIT	66	318	562	850
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	117	410	658	951
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.93	16.43	19.20	22.17
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	4.87	8.91	11.26	13.78
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	-15.20	74.29	33.78	20.44
负债合计	917	1,053	1,402	1,681	归母净利润增长率(%)	-78.55	218.59	69.02	47.47
归属母公司股东权益	3,398	3,700	4,210	4,963					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,398	3,700	4,210	4,963					
负债和股东权益	4,314	4,752	5,613	6,644					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-158	300	427	734	每股净资产(元)	7.71	8.39	9.55	11.26
投资活动现金流	420	-159	-109	-90	最新发行在外股份(百万股)	441	441	441	441
筹资活动现金流	44	96	93	90	ROIC(%)	1.61	7.34	11.40	14.69
现金净增加额	314	238	411	734	ROE-摊薄(%)	2.79	8.16	12.12	15.17
折旧和摊销	51	92	96	101	资产负债率(%)	21.24	22.15	24.99	25.30
资本开支	-544	-83	-83	-83	P/E (现价&最新股本摊薄)	94.36	29.62	17.52	11.88
营运资本变动	-274	-143	-205	-144	P/B (现价)	2.63	2.42	2.12	1.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

