

22Q4 盈利环比修复, 风电轴承放量在即

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收 19.4 亿元, 同比下降 15.2%; 实现归母净利润 9.5 亿元, 同比下降 78.6%; 扣非归母净利润 6.7 亿元, 同比下降 75.8%。其中四季度公司实现营收 5.9 亿元, 环比增长 7.9%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 环比增长 170%。
- **22Q4 盈利修复, 费用率维持稳定。盈利端:** 2022年, 公司毛利率为 10.9%, 同比下降 13.4pp; 净利率为 4.9%, 同比下降 14.3pp, 主要系 2022 年风电行业影响, 风电场开工审慎, 公司风电法兰订单减少, 价格下降所致。其中 2022Q4 单季度毛利率为 13.2%, 环比增长 5.8pp; 净利率为 6.5%, 环比增长 3.9pp, 盈利拐点初显。**费用端:** 2022 年公司销售费用率为 0.5%, 同比下降 0.06pp; 管理费用率为 6.3%, 同比下降 1.1pp; 财务费用率为-0.8%, 同比下降 2pp。整体来看公司期间费用率控制得当。
- **风电法兰业务有望恢复向上, 采购优势持续受益。**2022 年公司风电法兰营收 9.2 亿元, 同比下降 24%; 毛利率为 10.3%, 同比下降 22.8pp。2022 年为海风平价首年, 行业短期承压, 公司产品受到一定影响。根据招标数据推算, 我们预计 2023 年国内风电有望新增装机 70GW (陆风 60GW, 海风 10GW), 受益行业复苏, 叠加风机大型化发展, 公司产品优势明显, 法兰龙头有望快速恢复。此外, 公司第一大供应商为中信特钢旗下子公司, 2022 年采购占比 61.7%。中信特钢总部位于江阴, 运输费用端优势显著, 有助公司降本增利。
- **风电轴承打开新增增长点, 业务有望迎高增。**公司子公司恒润传动的风电轴承生产线于 2022 年 7 月投入使用, 新产品 6MW 三排独立变桨轴承于 2022Q4 批量生产, 8MW 独立变桨轴承处于台架试验认证阶段。2022 年公司风电轴承实现销量 981 支 (327 套), 产品单价约为 35 万元/套, 风电轴承实现 0 到 1 的突破。此外, 公司进一步在研风电主轴轴承, 2023 年有望实现小批量出货。通常情况下, 主轴轴承相比于法兰具备更高毛利率, 有望伴随业务起量驱动整体盈利提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年营收分别为 35.8/51.8/62.7 亿元, 归母净利润增速分别为 304.4%/65.6%/26.6%, 受益行业复苏, 盈利有望快速恢复。公司风电法兰龙头地位稳固, 风机大型化趋势下大兆瓦法兰锻造能力凸显, 同时向下游延伸至轴承, 2023-2025 年业绩有望充分释放, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济因素影响的风险; 原材料价格上涨、下游装机需求不及预期的风险; 募投项目进度不及预期的风险; 汇率波动影响海外业务营收的风险

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1944.79	3583.12	5182.94	6267.93
增长率	-15.20%	84.24%	44.65%	20.93%
归属母公司净利润(百万元)	94.80	383.31	634.74	803.25
增长率	-78.55%	304.35%	65.60%	26.55%
每股收益EPS(元)	0.22	0.87	1.44	1.82
净资产收益率ROE	2.79%	10.15%	14.66%	16.05%
PE	100	25	15	12
PB	2.78	2.52	2.19	1.89

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.41
流通A股(亿股)	4.41
52周内股价区间(元)	18.71-36.38
总市值(亿元)	94.61
总资产(亿元)	38.93
每股净资产(元)	9.84

相关研究

- 恒润股份(603985): 二季度业绩环比恢复, 产能扩张助推行稳致远 (2022-08-22)
- 恒润股份(603985): 法兰盈利短期承压, 轴承项目投产在即 (2022-04-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司轧制环形锻件 2023-2025 年销量分别为 11/13.5/15.4 万吨。其中，海风受 2022 年行业需求及下游订单交付延期影响，预计出货有所下滑。公司海风法兰领先优势明显，未来有望率先受益行业复苏，预计海风销量分别为 4.5/6/7.2 万吨。陆风行业短期竞争加剧，下游装机量有望趋稳向上，假设陆风法兰销量分别为 6.5/7.5/8.2 万吨。

假设 2：公司募投布局轴承业务，预计 2023-2025 年独立变桨轴承销量为 2200/4000/4500 套；主轴轴承销量为 200/500/1000 套。

假设 3：2022 年受订单延迟交付及行业需求低迷影响，盈利有所下滑。2023 年有望随高价值量大兆瓦产品占比提升及订单如期交付，驱动各项业务毛利率恢复向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
轧制环形锻件	收入	997.7	1675.0	2070.0	2526.0
	增速	-21.5%	67.9%	23.6%	22.0%
	毛利率	14.4%	18.0%	19.0%	20.0%
锻制法兰 及其他自由锻件	收入	293.8	323.1	355.5	391.0
	增速	-8.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.6%	21.0%	21.0%	21.0%
风电轴承	收入	112.4	990.0	2103.0	2631.0
	增速		780.47%	112.42%	25.11%
	毛利率	2.73%	23.00%	27.00%	28.00%
其他业务	收入	540.9	595.0	654.5	719.9
	增速	-5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	0.99%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	1944.8	3583.1	5182.9	6267.9
	增速	-15.20%	84.24%	44.65%	20.93%
	毛利率	10.93%	17.49%	20.62%	21.70%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

综合公司业务范围，我们选取风电零部件主流公司金雷股份、新强联、日月股份进行估值比较，较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300443.SZ	金雷股份	42.46	1.35	2.44	3.39	4.17	31.45	17.40	12.53	10.18
300850.SZ	新强联	44.76	0.96	2.20	3.08	3.47	46.63	20.35	14.53	12.90
603218.SH	日月股份	21.57	0.31	0.81	1.11	-	69.58	26.63	19.43	-
平均值							49.22	21.46	15.50	11.54
603985.SH	恒润股份	21.46	0.22	0.87	1.44	1.82	99.80	24.68	14.91	11.78

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年公司估值为 24.7 倍，行业可比公司估值为 21.5 倍，公司为风电法兰龙头，具备一定的估值溢价。在风机大型化趋势下大兆瓦法兰锻造能力凸显，同时向下游延伸至轴承和齿轮箱业务，2023-2025 年业绩有望充分释放，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1944.79	3583.12	5182.94	6267.93	净利润	94.80	381.78	632.95	801.05
营业成本	1732.20	2956.31	4114.46	4907.94	折旧与摊销	50.21	117.16	117.16	117.16
营业税金及附加	6.19	16.54	23.00	43.25	财务费用	-14.89	-7.17	0.00	0.00
销售费用	9.35	16.12	23.32	28.21	资产减值损失	-4.15	-4.89	-3.60	-4.12
管理费用	64.04	197.07	310.98	376.08	经营营运资本变动	-126.16	-404.13	-393.18	-282.65
财务费用	-14.89	-7.17	0.00	0.00	其他	-157.80	-27.63	-48.92	-33.47
资产减值损失	-4.15	-4.89	-3.60	-4.12	经营活动现金流净额	-158.00	55.12	304.41	597.97
投资收益	28.90	30.00	30.00	30.00	资本支出	-668.26	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	5.17	16.54	10.75	11.75	其他	1088.35	46.54	40.75	41.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	420.08	-253.46	-259.25	-258.25
营业利润	115.50	455.67	755.53	958.33	短期借款	80.32	-80.32	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.73	-0.37	-0.33	-0.41	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	114.77	455.29	755.20	957.92	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	19.97	73.51	122.25	156.87	支付股利	-33.91	-18.96	-76.66	-126.95
净利润	94.80	381.78	632.95	801.05	其他	-2.39	5.70	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	-1.52	-1.79	-2.20	筹资活动现金流净额	44.02	-93.58	-76.66	-126.95
归属母公司股东净利润	94.80	383.31	634.74	803.25	现金流量净额	313.82	-291.92	-31.50	212.77
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1194.63	902.71	871.21	1083.97	成长能力				
应收和预付款项	606.45	879.90	1333.18	1639.24	销售收入增长率	-15.20%	84.24%	44.65%	20.93%
存货	619.17	1042.42	1468.70	1748.56	营业利润增长率	-77.35%	294.52%	65.81%	26.84%
其他流动资产	126.97	87.32	126.30	152.75	净利润增长率	-78.44%	302.74%	65.79%	26.56%
长期股权投资	83.04	83.04	83.04	83.04	EBITDA 增长率	-74.76%	275.05%	54.28%	23.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1308.18	1502.95	1697.72	1892.48	毛利率	10.93%	17.49%	20.62%	21.70%
无形资产和开发支出	106.97	95.04	83.12	71.20	三费率	3.01%	5.75%	6.45%	6.45%
其他非流动资产	268.90	268.90	268.90	268.90	净利率	4.87%	10.66%	12.21%	12.78%
资产总计	4314.30	4862.27	5932.17	6940.14	ROE	2.79%	10.15%	14.66%	16.05%
短期借款	80.32	0.00	0.00	0.00	ROA	2.20%	7.85%	10.67%	11.54%
应付和预收款项	792.89	1063.25	1573.56	1905.17	ROIC	4.81%	15.07%	19.56%	20.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.76%	15.79%	16.84%	17.16%
其他负债	43.35	38.82	42.12	44.37	营运能力				
负债合计	916.56	1102.07	1615.68	1949.55	总资产周转率	0.47	0.78	0.96	0.97
股本	440.86	440.86	440.86	440.86	固定资产周转率	3.06	4.74	7.96	11.49
资本公积	1697.24	1697.24	1697.24	1697.24	应收账款周转率	4.32	5.50	5.36	4.80
留存收益	1259.27	1623.62	2181.70	2858.00	存货周转率	3.34	3.53	3.26	3.04
归属母公司股东权益	3397.74	3761.72	4319.80	4996.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	53.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-1.52	-3.31	-5.51	资本结构				
股东权益合计	3397.74	3760.20	4316.49	4990.59	资产负债率	21.24%	22.67%	27.24%	28.09%
负债和股东权益合计	4314.30	4862.27	5932.17	6940.14	带息债务/总负债	8.76%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.87	2.72	2.40	2.41
					速动比率	2.18	1.74	1.47	1.50
					股利支付率	35.77%	4.95%	12.08%	15.80%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	150.82	565.66	872.68	1075.49	每股收益	0.22	0.87	1.44	1.82
PE	99.80	24.68	14.91	11.78	每股净资产	7.71	8.53	9.80	11.33
PB	2.78	2.52	2.19	1.89	每股经营现金	-0.36	0.13	0.69	1.36
PS	4.86	2.64	1.83	1.51	每股股利	0.08	0.04	0.17	0.29
EV/EBITDA	53.57	14.65	9.53	7.54					
股息率	0.36%	0.20%	0.81%	1.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn