

恒润股份 (603985)

风电订单持续回暖，外延切入泛半导体设备带来新动力

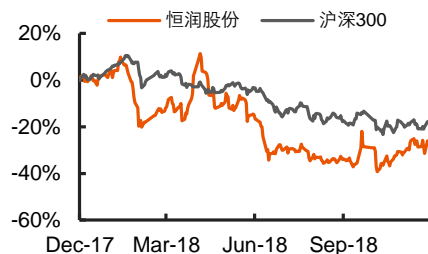
推荐 (首次)

现价: 20.05 元

主要数据

行业	机械
公司网址	www.hrflanges.com
大股东/持股	承立新/36.00%
实际控制人	承立新
总股本 (百万股)	104
流通 A 股 (百万股)	67
流通 B/H 股 (百万股)	0
总市值 (亿元)	20.89
流通 A 股市值 (亿元)	13.37
每股净资产 (元)	10.29
资产负债率 (%)	22.85

行情走势图



证券分析师

胡小禹 投资咨询资格编号
S1060518090003
021-38643531
HUXIAOYU298@PINGAN.COM.CN

研究助理

吴文成 一般从业资格编号
S1060117080013
021-20667267
WUWENCHENG128@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **国内领先的锻件供应商，风电是重要下游：**恒润股份是我国领先的锻件供应商，公司的主要产品碾制环形锻件、锻制法兰、及其他自由锻件。各类产品中，碾制环形锻件在收入中占比最高，2018年H1达到了65.7%，同期锻制法兰及其他自由锻件在收入中的占比为24.2%。碾制环形锻件下游主要应用于风电领域，2018年H1来自风电领域的收入占比达到58.9%。
- **海上风电装机活跃，公司客户结构优良：**近年来海上风电装机增速远高于陆上风电。2017年全球海上风电累计装机量达到18.8GW，同比增长31%，新增装机量达到约4.4GW，同比增长了约1倍。2012年-2017年的五年间，全球海上风电累计装机量和新增装机量的复合增速分别达到约28.3%、27.6%，均远高于陆上风电，预计未来两年新增装机量仍相当可观。恒润股份的风电领域客户主要是GE、西门子等海外品牌，公司新进入了Vestas的供应商体系，为公司带来了可观的订单增量。
- **毛利率或将受益于钢价下行：**公司的整体毛利率与钢材价格呈明显的反相关关系，我们认为我国钢材行业的供给侧改革已取得阶段性成果，政策的边际效应在2019年或将减弱，在地产等下游需求不能起到强力支持的情况下，钢材价格或将有所下降，公司产品毛利率有望受益。
- **收购光科光电，切入泛半导体设备领域：**公司以1.8亿现金收购了江阴市光科光电51%股权。光科光电主要为客户提供光学镀膜设备、多弧磁控镀膜设备、高真空机组设备及连续镀膜（生产线）设备等系列真空产品及相关零部件，广泛应用于太阳能、半导体、平板显示、光学、手机、半导体、微电子、等泛半导体领域。光科光电承诺，2018年、2019年和2020年合并报表归属于母公司股东的净利润分别不低于3000万元、3500万元和4000万元。双方进行合作后，光科光电得以补充了充足的现金和产能，有利于其快速发展。恒润股份外延方式切入泛半导体设备领域，为公司的发展带来了新的动力。
- **投资建议：**恒润股份是国内领先的锻件生产商，也是全球风电领域重要的锻造零部件供应商，其碾制环形锻件在海上风电领域有较高的市占率。我

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	629	741	1129	1718	2106
YoY (%)	-5.9	17.7	52.5	52.1	22.6
净利润 (百万元)	94.7	91	131	182	248
YoY (%)	62.1	-4.2	44.0	39.4	36.4
毛利率 (%)	37.3	30.6	26.1	28.7	30.1
净利率 (%)	15.0	12.2	11.6	10.6	11.8
ROE (%)	21.5	9.0	12.0	15.8	18.1
EPS (摊薄/元)	0.91	0.87	1.26	1.75	2.39
P/E (倍)	22.5	23.5	15.9	11.5	8.4
P/B (倍)	4.8	2.1	1.9	1.7	1.4

们认为公司未来几年的盈利能力在以下几个因素的影响下，有望持续增强：（1）全球海上风电装机量活跃，公司客户结构持续优化，来自风电领域的订单有望快速增长；（2）公司产品毛利率或将受益于钢材价格的下降；（3）收购光科光电，切入泛半导体下游市场，带来新的利润增长点。预计公司 2018 年-2020 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.75 元、2.39 元，对应当前股价的市盈率分别为 16 倍、12 倍、8 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**（1）全球海上风电新增装机量大幅下滑的风险：海上风电，尤其是欧洲的海上风电市场，是公司主要下游应用，公司主业的收入受到其影响较大，若全球海上风电新增装机量大幅下滑，将直接导致公司订单减少，影响公司业绩。（2）受国内环保政策影响，钢材价格大幅上行的风险：若国内环保政策和供给侧改革政策继续收紧，仍有可能对钢材价格形成较强支撑，若钢材价格大幅上涨，将使公司产品毛利率降低。（3）收购标的无法完成业绩承诺的风险：若光科光电无法完成业绩承诺，则会影响公司的整体业绩，且将承受商誉受损的风险。（4）大股东减持的风险：若出现上市之前股东的大规模减持，可能会在短期内为公司股价带来压力。

正文目录

一、海上风电零部件供应商	5
二、海上风电装机活跃，客户结构升级支撑业绩	8
2.1 风电新增装机量有望回暖，海上风电装机活跃	8
2.2 主打海外市场，竞争力突出	10
三、钢价下行，或使公司成本端受益	13
四、外延并购切入泛半导体行业，带来成长新动力	14
五、投资建议	16
六、风险提示	16

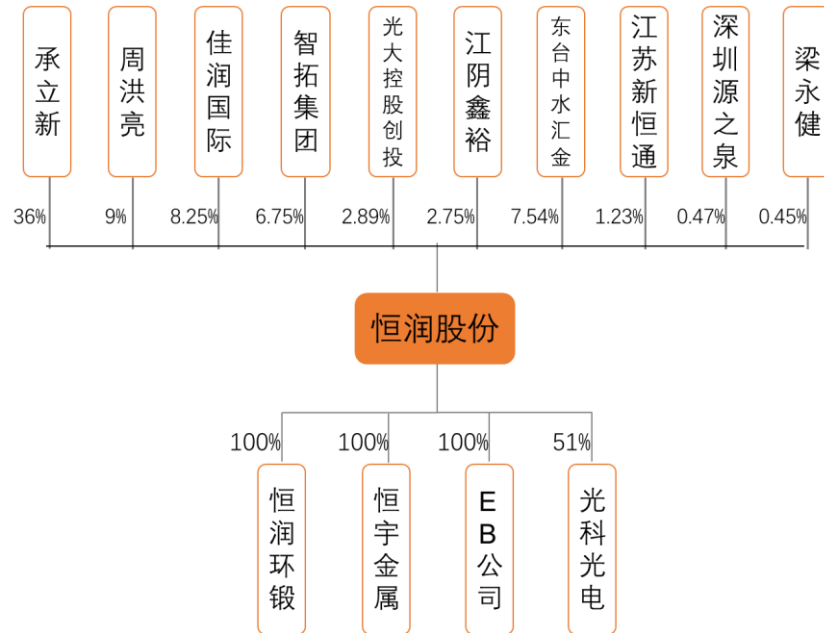
图表目录

图表 1	公司股权结构及分公司	5
图表 2	公司的发展历史	5
图表 3	公司的主要产品及下游应用	6
图表 4	公司营业收入（亿元）及增速（%）	6
图表 5	公司归母净利润（亿元）及增速（%）	6
图表 6	2018 年 H1 公司各类产品收入占比（%）	7
图表 7	2018 年 H1 公司各下游收入占比（%）	7
图表 8	公司的主要产品收入（亿元）及占比变化情况（%）	7
图表 9	恒润股份毛利率（%）和净利率（%）变化情况	8
图表 10	全球风电累计装机量（GW）及增速（%）	8
图表 11	我国风电装机量（GW）及增速（%）	8
图表 12	全球风电新增装机量（GW）及增速（%）	9
图表 13	我国风电新增装机量（GW）及增速（%）	9
图表 14	全球海上风电累计装机量（GW）及增速（%）	9
图表 15	全球海上风电新增装机量（GW）及增速（%）	9
图表 16	截至 2017 年各国海上风电总装机量占比（%）	10
图表 17	2017 年各国新增装机量占比（%）	10
图表 18	公司主要的竞争对手	10
图表 19	伊莱特、太熊、恒润历年营业收入对比	11
图表 20	伊莱特、太熊、恒润毛利率对比	11
图表 21	2017 年欧洲新增海上风电机组供应商市占率（%）	12
图表 22	2017 年我国新增海上风电机组供应商市占率（%）	12
图表 23	2016 年公司风电碾制环形锻件前 5 大客户及销售额（万元）	12
图表 24	山东伊莱特前五客户	12
图表 25	2014 年-2016 年恒润股份主营成本中钢材的占比（%）	13
图表 26	公司产品毛利率与板材钢价格走势	13
图表 27	2019 年各期螺纹钢期货价格（元/吨）	14
图表 28	光科光电主要产品	15
图表 29	光科光电主要产品示意图	15
图表 30	光科光电营业收入（万元）	16
图表 31	光科光电净利润（万元）	16

一、海上风电零部件供应商

恒润股份是我国领先的锻件生产商，位于江苏省江阴市。当前公司实际控制人承立新拥有公司 36% 股权。公司目前拥有 3 个全资子公司，分别为恒润环锻、恒宇金材、和德国 EB，其中位于江阴市内的恒润环锻是公司的产品加工基地，恒宇金材和德国 EB 业务以贸易为主。2018 年，公司以 1.8 亿现金收购了江阴市光科光电 51% 股权，该子公司主要产品为光学镀膜机等真空设备及组件。

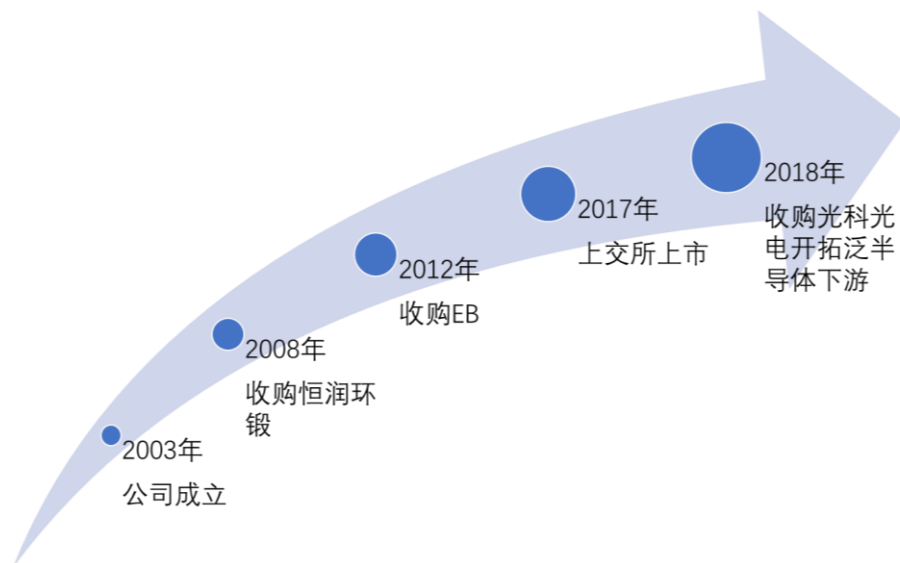
图表1 公司股权结构及分公司



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司创立于 2003 年 7 月，历经 15 年的发展，期间收购了恒润环锻、德国 EB 等公司，最终于 2017 年在上交所上市。

图表2 公司的发展历史



资料来源：公司招股说明书、官网，平安证券研究所




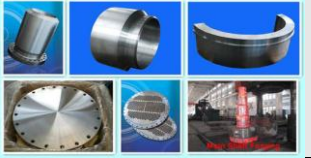
收购光科光电前，公司的主要产品包括三类：（1）辗制环形锻件，（2）锻制法兰，及（3）其他自由锻件：

（1）辗制环形锻件：下游主要应用于风电塔筒、石化压力容器、燃气轮机等领域，其中风电领域占比最高，2016年，公司辗制环形锻件中的67.56%用于风电塔筒；

（2）锻制法兰：是机械部件之间的连接件，广泛应用于国民经济的各个行业；

（3）自由锻件：可应用于管道连接、设备连接、设备本体及零部件、模具本体、筒体、电机主轴等。

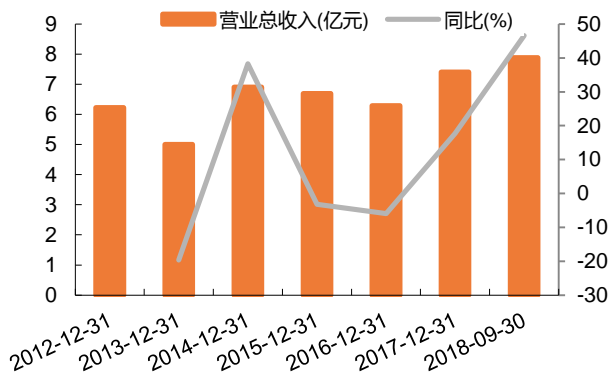
图表3 公司的主要产品及下游应用

产品	图示	用途
辗制环形锻件		风电塔筒法兰是风电塔筒的连接件，起支撑和连接作用，是风塔重要零部件。大直径管道法兰可用于金属压力容器、石化行金属压力容器、石化行业等。辗制环形锻件还可以应用于燃气轮机、风力发电等零部件。
		其他辗制环形锻件主要为回转支承套圈，应用为回转支承套圈，应用于工程机械。
锻制法兰		锻制法兰是机械部件之间的连接件，广泛应用于国民经济的各个行业。
其他自由锻件		自由锻件可应用于管道连接、设备连接、设备本体及零部件、模具本体、筒体、电机主轴等。

资料来源：公司招股说明书、官网，平安证券研究所

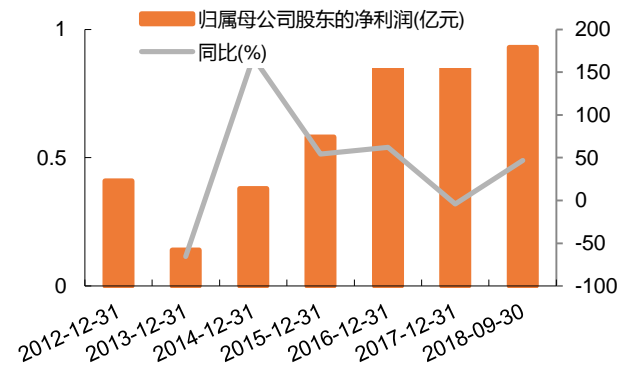
公司的收入在经历了2015年、2016年的连续两年的小幅下跌后，于2017年开始重回快速增长，2018年前三季度，公司共实现营业收入7.88亿，同比增长46.62%，同期实现归母净利润0.93亿元，同比增长46.82%。

图表4 公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

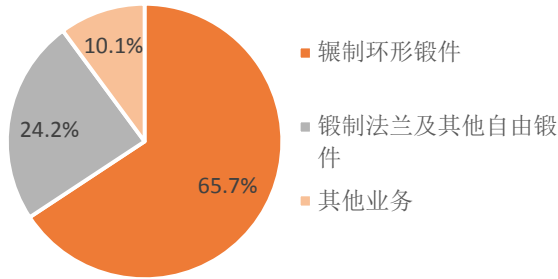
图表5 公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

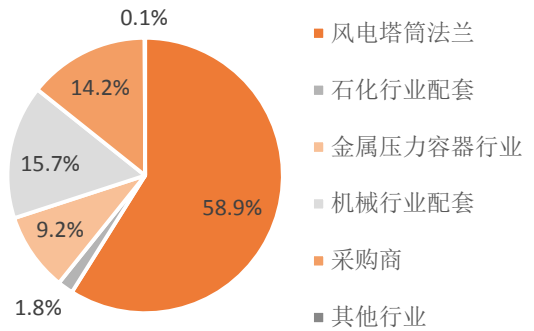
各类产品中，碾制环形锻件收入占比最高，2018年H1达到了65.7%，同期锻制法兰及其他自由锻件在收入中的占比为24.2%。碾制环形锻件下游主要应用于风电领域，2018年H1来自风电领域的收入占比达到58.9%。其他如石化、金属压力容器、机械等行业也是公司产品的重要应用下游。收购了光科光电，公司新增了真空设备的产品，但由于收购不久，该产品的收入尚未合并到公司财务报表。

图表6 2018年H1公司各类产品收入占比(%)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

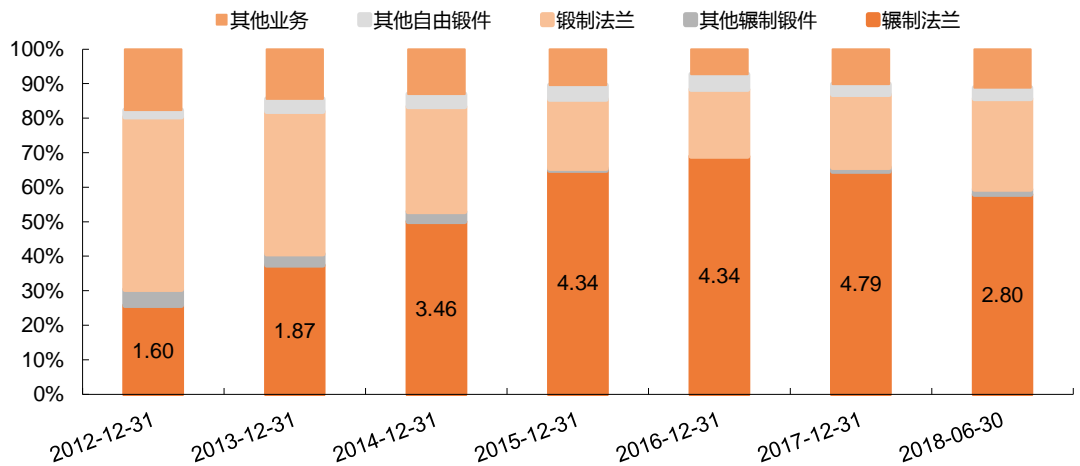
图表7 2018年H1公司各下游收入占比(%)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

近几年来，公司的碾制环形锻件业务快速成长，2012年，公司的碾制环形锻件产品销售收入为1.6亿元，到2017年，该项收入达到了4.79亿元，与之对应的，碾制环形锻件销售收入在整体收入中的占比也呈逐渐提高的趋势。

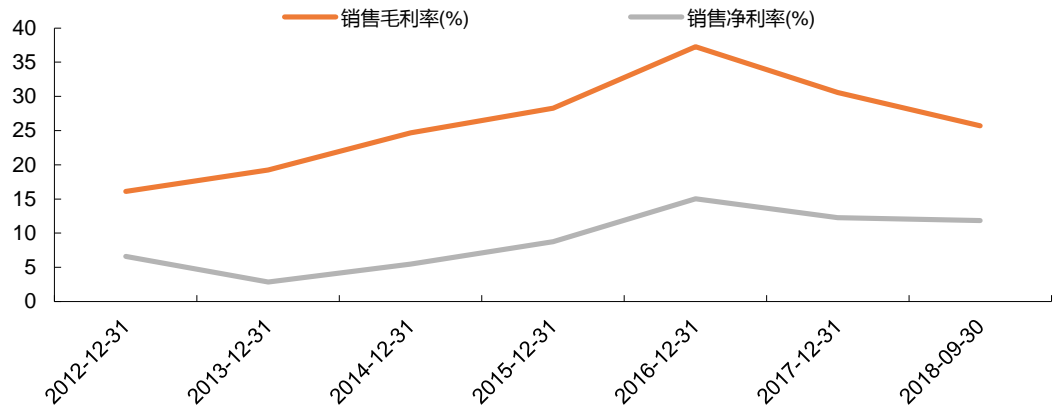
图表8 公司的主要产品收入(亿元)及占比变化情况(%)



资料来源:公司招股说明书、官网,平安证券研究所

公司的毛利率和净利率在过去几年出现了较大幅度的波动。2016年，公司的毛利率和净利率达到最高值37.26%和15.05%，但在2017年和2018年出现一定程度的、持续的下滑，2018年前三季度，公司毛利率和净利率分别为25.68%和11.85%，相比2016年的毛利率和净利率的最高点，分别下滑了11.58和3.20个百分点，这主要与2016年以来全球范围内钢材、铝材等原材料价格的大幅上涨有关。

图表9 恒润股份毛利率(%)和净利率(%)变化情况



资料来源:公司招股说明书、官网,平安证券研究所

我们认为公司未来几年的盈利能力在以下几个因素的影响下,有望持续增强:

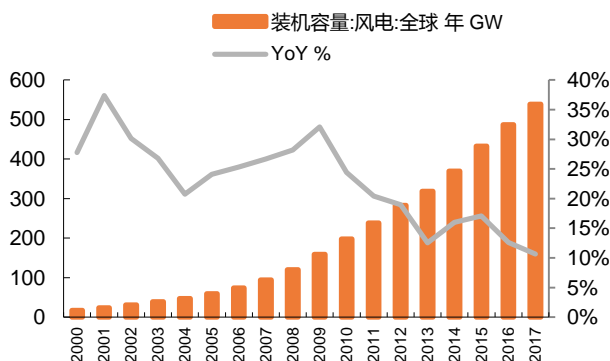
- (1) 全球海上风电装机量快速增长,公司客户结构持续优化,来自风电领域的订单快速增长;
- (2) 钢材价格下降,公司产品毛利率提升;
- (3) 收购光科光电,切入泛半导体下游市场,带来了新的利润增长点。

二、海上风电装机活跃,客户结构升级支撑业绩

2.1 风电新增装机量有望回暖,海上风电装机活跃

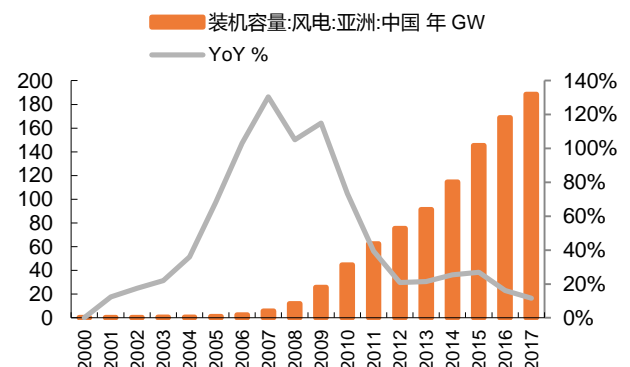
风电是公司研制环形锻件产品的主要下游。2017年,全球及我国的累计风电装机量分别达到539GW、188GW,分别较2016年增长了10.64%、11.65%。由于基数已比较高,全球及我国的累计风电装机量增速呈放缓趋势。2012年-2017年的五年间,全球及我国的累计风电装机量复合增速分别为13.7%、20.1%。

图表10 全球风电累计装机量(GW)及增速(%)



资料来源:全球风能协会、wind,平安证券研究所

图表11 我国风电装机量(GW)及增速(%)

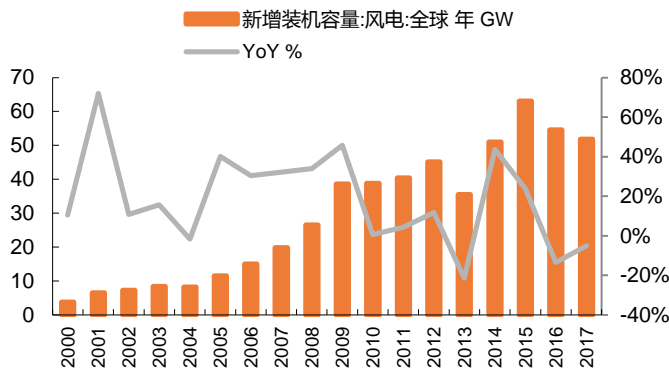


资料来源:中国风能协会、wind,平安证券研究所

新增风电装机量波动较大,2015年以来,全球及我国的新增风电装机量均连续下滑,2017年分别为51.8GW、19.7GW,这一方面与较高的基数有关,另一方面也与2015年之前我国的风电补贴退

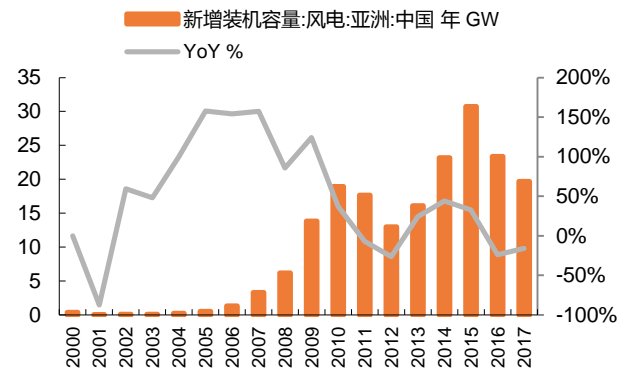
坡导致的抢装潮有关。2012年-2017年的五年间，全球及我国的新增风电装机量复合增速分别为2.8%、8.7%。我们认为，在经历了连续两年的新增装机量下滑后，我国的新增风电装机量增速有望在2018-2020年间回复正值。

图表12 全球风电新增装机量 (GW) 及增速 (%)



资料来源:全球风能协会、wind,平安证券研究所

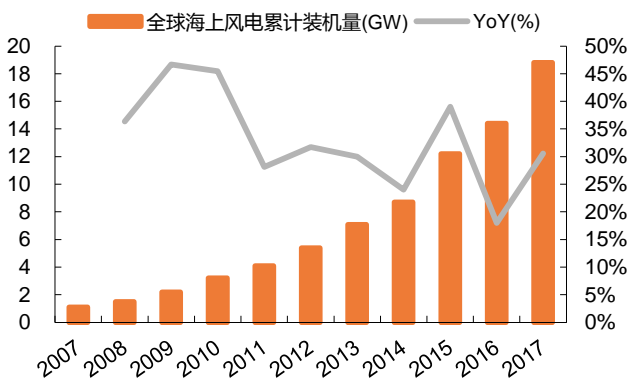
图表13 我国风电新增装机量 (GW) 及增速 (%)



资料来源:全球风能协会、wind,平安证券研究所

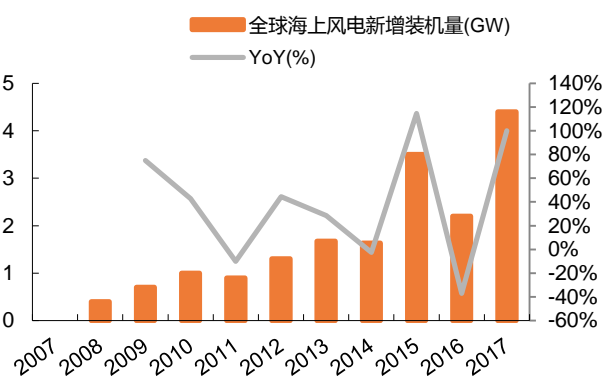
近年来海上风电装机增速远高于陆上风电。2017年全球海上风电累计装机量达到18.8GW，同比增长了31%，新增装机量达到约4.4GW，同比增长了约1倍。2012年-2017年的五年间，全球海上风电累计装机量和新增装机量的复合增速分别达到约28.3%、27.6%，均远远高于全球整体风电的装机量。

图表14 全球海上风电累计装机量 (GW) 及增速 (%)



资料来源:国际新能源网,平安证券研究所

图表15 全球海上风电新增装机量 (GW) 及增速 (%)

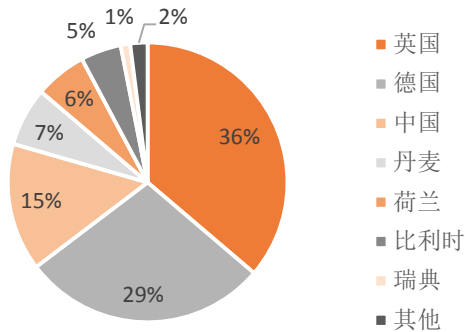


资料来源:国际新能源网,平安证券研究所

欧洲和中国是全球最大的两个海上风电装机区域，目前也仍是全球海上风电装机最活跃的两个区域。截至2017年，英国和德国的海上风电累计装机量占全球的比例分别达到36%、29%，中国达到15%，其他份额基本被丹麦、荷兰、比利时、瑞典等欧洲国家所占据；2017年，全球各国的新增海上风电装机量中，英国、德国、中国分别占38.8%、28.8%、及26.9%，日本等其他亚洲国家贡献了极小比例。

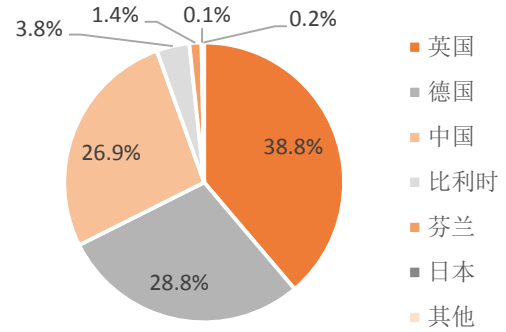
风电是恒润股份碾制环形锻件产品的主要下游市场，我们认为全球及我国新增风电装机量的恢复将使公司受益；另外，公司的产品中，用于海上风电的比例比较高，且在欧洲的海上风电领域，公司产品有较高的市占率，海上风电的装机持续景气有望使公司显著受益。

图表16 截至 2017 年各国海上风电总装机量占比 (%)



资料来源:国际新能源网,平安证券研究所

图表17 2017 年各国新增装机量占比 (%)



资料来源:国际新能源网,平安证券研究所

2.2 主打海外市场，竞争力突出

恒润股份的主要竞争对手包括韩国太熊株式会社、山东伊莱特重工、山西金瑞高压环件、无锡市法兰锻造有限公司等，其中，韩国太熊和山东伊莱特是销售体量较大的竞争对手。韩国太熊成立于 1981 年，是以 9.5 米碾环机和 15000 吨油压机为代表的自由型锻造企业，主要生产石油化工用锻件，压力容器，大型轴承毛坯件，风力发电机主轴，风塔法兰，大型环锻件，大型锻件，偏航轴承，变桨轴承等中大型锻件，2009 年太熊年产锻件突破 25 万吨，成为了世界上最大的锻造企业。山东伊莱特是也是一家以“锻造”为主业，产品主要应用于石化、海工、风电、核电、采矿、特高压、机械制造等领域，其主导产品风电法兰、耐磨钢球、管道法兰在中国占有重要市场地位，在国内的风电法兰领域约有 1/3 的市占率。

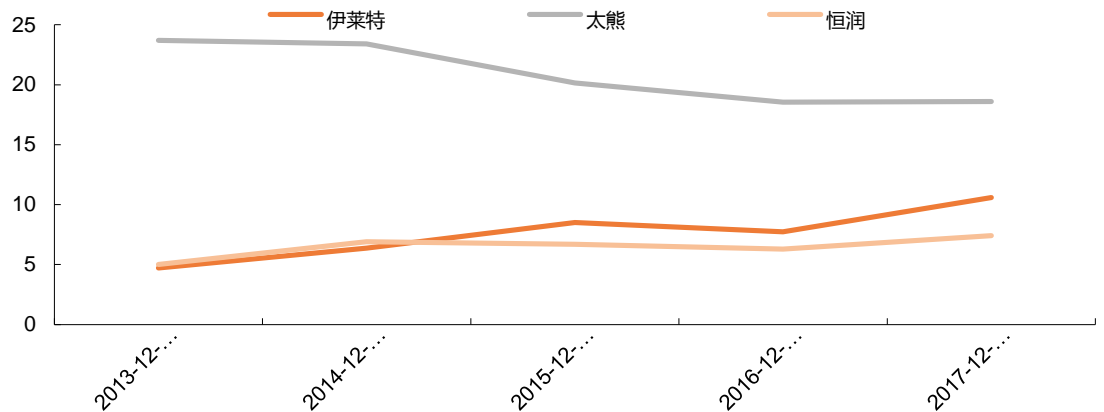
图表18 公司主要的竞争对手

企业名称	主营业务
韩国太熊株式会社	主要生产石油化工用锻件、压力容器、大型轴承毛坯件、风力发电机主轴、风塔法兰、大型环锻件、大型锻件、偏航轴承、变桨轴承等中大型锻件
山东伊莱特重工	主要生产风电塔筒法兰、高颈法兰、碳钢法兰、风电齿圈及其他产品
山西金瑞高压环件	主要供应风电塔筒法兰、产品滚道、轮箍、齿圈毛坯
无锡市法兰锻造有限公司	生产各种材质的锻造钢法兰及各类压力容器钢锻件

资料来源:公司招股说明书,平安证券研究所

从整体收入体量上来看(包含了风电及其他领域的产品),太熊远高于恒润和伊莱特,2017年,太熊、恒润、伊莱特的营业收入分别达到 18.59 亿、7.41 亿、10.60 亿;从历年来的变化趋势上来看,从 2013 年起,太熊的营业收入逐年下滑,而恒润和伊莱特的营业收入呈逐年增长的趋势,2017 年,恒润和伊莱特的营业收入增速分别达到 37%、18%。

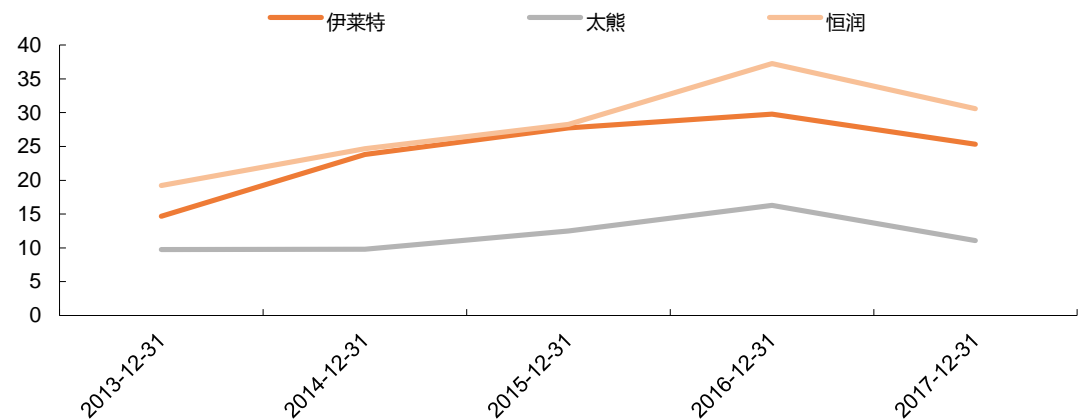
图表19 伊莱特、太熊、恒润历年营业收入对比



资料来源:各公司公告, 平安证券研究所

从产品的毛利率上来看, 虽然三家企业的主要下游有较大程度的重叠, 产品类型也大致相同, 但恒润和伊莱特的产品毛利率远远高于太熊: 2017年太熊、恒润、伊莱特三家的整体销售毛利率分别为11.06%、30.59%、25.35%, 这与下游客户结构、经营策略等因素都有关系。伊莱特的公开资料显示, 其销售往海外的锻件比在国内销售的锻件有更高的毛利率。

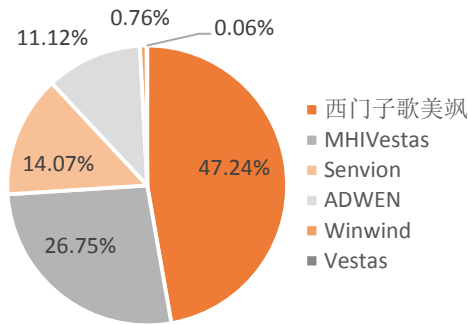
图表20 伊莱特、太熊、恒润毛利率对比



资料来源:wind, 平安证券研究所

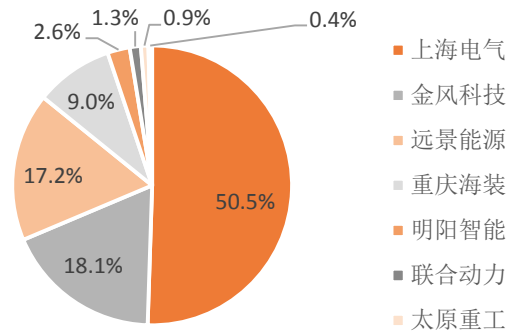
恒润股份拥有更高的毛利率, 也与其优良的客户结构直接相关。在全球和国内的海上风电领域, 设备供应环节的竞争格局不尽相同。2017年, 欧洲地区的新增海上风电装机的机组设备供应商中, 西门子歌美飒、MHI Vestas、Senvion、ADWEN、Winwind等厂商占据了绝大部分份额, 其中西门子歌美飒的市占率最高, 达到47.24%。同年我国的海上风机新装机组中, 上海电气占据了约50.5%的市场份额, 金风科技18.1%, 远景能源17.2%。全球范围来看, 由于欧洲目前仍是全球海上风电机组保有量及新增量最大的地区, 海外品牌西门子歌美飒等海外机组设备供应商的全球市占率远高于国内机组供应商。

图表21 2017年欧洲新增海上风电机组供应商市占率(%)



资料来源:国际新能源网,平安证券研究所

图表22 2017年我国新增海上风电机组供应商市占率(%)



资料来源:北极星,平安证券研究所

恒润股份的风电领域客户主要是海外品牌,2016年公司碾制环形锻件的前五大客户分别是GE、西门子、韩国重山、AMBAU、歌美飒,向国内品牌客户销售的产品占比较小。公司新进入了Vestas的供应商体系,也为公司带来了可观的订单增量。

图表23 2016年公司风电碾制环形锻件前5大客户及销售额(万元)

2016年公司碾制环形锻件前5大客户及销售额(万元)			
1	GE	10534.32	16.74%
2	西门子	6013.53	9.56%
3	韩国重山	4324.86	6.87%
4	AMBAU	3461.77	5.50%
5	歌美飒	3166.27	5.03%
6	合计	27500.75	43.70%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

相比之下,伊莱特目前以国内业务为主,2017年内其向海外市场销售占其总销量的11.51%。主要出口国为巴西、土耳其、南非、印尼等。伊莱特的公开资料显示,2015年公司的前五大客户均为国内品牌客户,包括天顺风能(苏州)股份有限公司、上海泰胜风能装备股份有限公司、青岛天能重工股份有限公司、北车同力钢构有限公司、江苏神山风电设备制造有限公司。

图表24 山东伊莱特前五客户

山东伊莱特前五客户			
1	天顺风能(苏州)股份有限公司	7,805.73	11.71%
2	上海泰胜风能装备股份有限公司	6,859.62	10.29%
3	青岛天能重工股份有限公司	5,561.73	8.34%
4	北车同力钢构有限公司	3,207.27	4.81%
5	江苏神山风电设备制造有限公司	3,157.98	4.74%

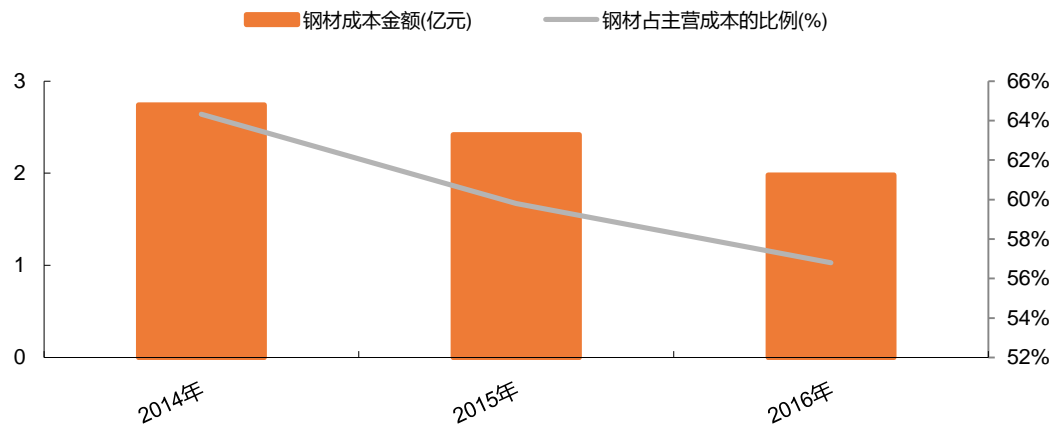
资料来源:伊莱特股权公开转让说明书,平安证券研究所

总结来说，我们认为海上风电的持续景气将对恒润股份的业绩形成有力支撑，碾制环形锻件主要销往国外，公司客户结构优良，毛利率较高；进入 Vestas 的供应商体系，将为公司带来可观的订单增量。

三、 钢价下行，或使公司成本端受益

作为一个材料加工企业，钢材价格是公司产品的重要成本项，也对公司的利润率有比较大的影响。根据公司公告，2014 年-2016 年间，钢材在公司主营成本中的占比分别达到 64.32%、59.80%、56.80%。

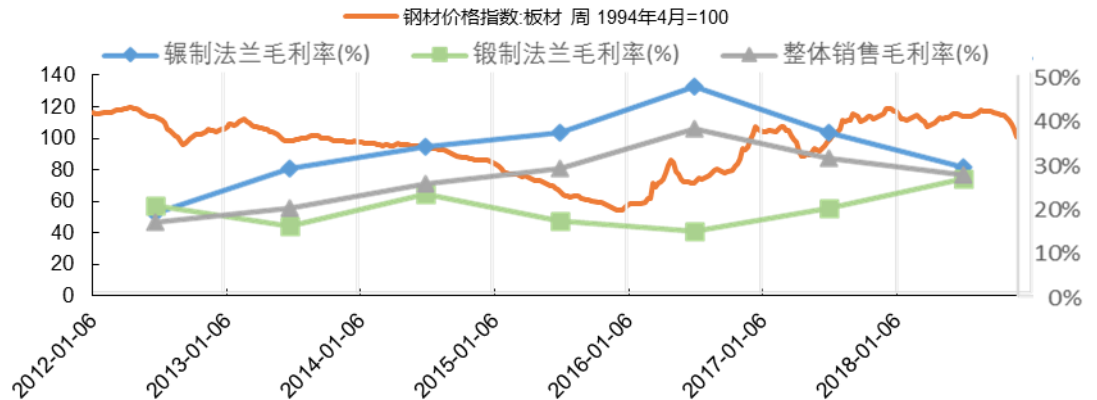
图表25 2014年-2016年恒润股份主营成本中钢材的占比(%)



资料来源:公司招股说明书, 平安证券研究所

公司的整体毛利率与钢材价格呈明显的反相关关系，分产品来看，碾制环形锻件的毛利率与钢材价格相关性更强，锻制法兰毛利率与钢材价格相关性比较弱；碾制环形锻件的毛利率对整体毛利率的贡献更大。以国内板材钢为例，其国内现货价在 2016 年到达底部，公司的毛利率也在此时达到最高点；随后国内螺纹钢价格一路攀升，亦连累公司毛利率有所下滑。

图表26 公司产品毛利率与板材钢价格走势



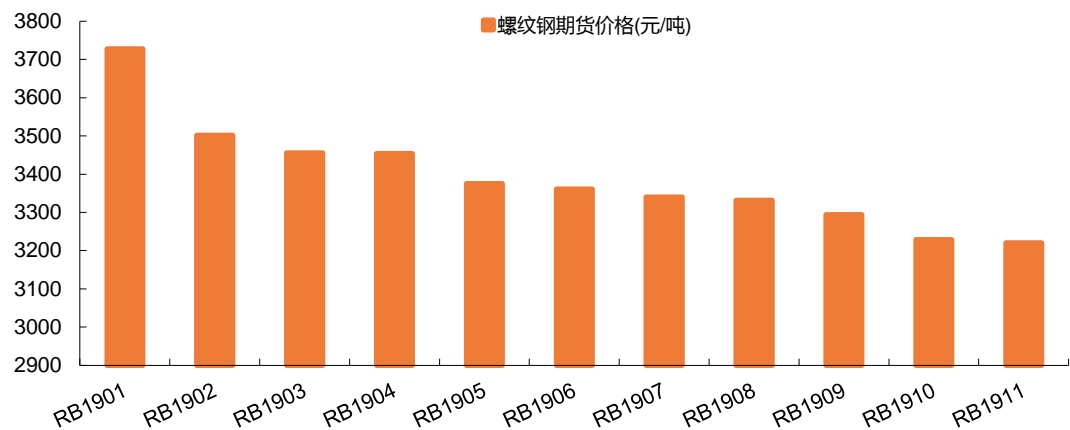
资料来源:wind、公司公告, 平安证券研究所

公司的毛利率与钢材价格呈反相关关系，主要与公司产品的定价模式有关：

$$\text{产品价格} = \left[\text{原材料单价} \times \text{料比} - (\text{料比} - 1) \times \text{回收率} \times \text{废料单价} + \text{综合取费} \right] + \text{加成}$$

其中料比为投料与产出比，由加工产品的工艺水平确定，以 WN 型法兰为例，料比为 2，即投入 2 吨原材料可产出 1 吨成品；回收率、综合取费一般是常数，加成价格由产品的加工复杂度决定。可以看到对于同一产品，原材料单价越高，产品价格越高，而这里的原材料单价指的是签订订单时的单价。一般公司在与客户签订订单后，会在 2 个月左右左右交货（一般情况，不同客户、不同类型产品会有差别），在此期间，如果钢价下跌，则产品的实际成本将低于订单上的计算值，导致产品在交货时毛利率提升。受到供给侧改革的影响，国内的钢材价格从 2016 年开始持续走高，φ 25mm 螺纹钢最新现货价为 4104 元/吨。我们认为我国钢材行业的供给侧改革已取得阶段性成果，政策的边际效应在 2019 年或将减弱，在地产等下游需求不能起到强力支持的情况下，钢材价格或将有所下降，公司产品毛利率有望受益。我们统计了 2019 年螺纹钢各期主力期货价格，呈月下跌趋势，市场对 2019 年钢材价格的趋势判断，基本与我们一致。

图表27 2019年各期螺纹钢期货价格（元/吨）



资料来源:wind, 平安证券研究所

四、外延并购切入泛半导体行业，带来成长新动力

2018年9月25日，恒润股份发布公告，公司以约1.8亿现金收购了江阴市光科光电51%股权。光科光电主要为客户提供光学镀膜设备、多弧磁控镀膜设备、高真空机组设备及连续镀膜（生产线）设备等系列真空产品及相关零部件。产品广泛应用于太阳能、半导体、平板显示、光学、微电子、手机等泛半导体领域。目前光科光电的业务遍及全国各地及海外，与多家世界知名企业长期合作。

图表28 光科光电主要产品



资料来源:光科光电官网, 平安证券研究所

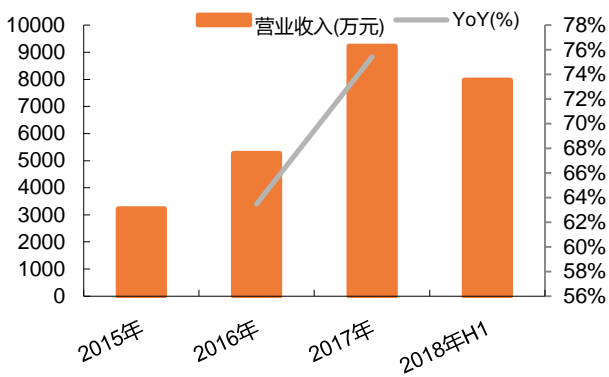
图表29 光科光电主要产品示意图



资料来源:光科光电官网, 平安证券研究所

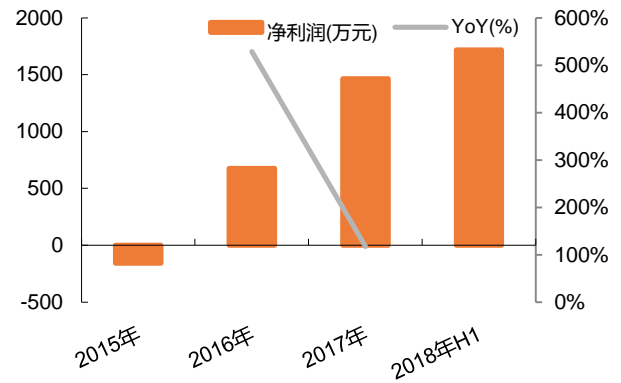
光科光电过去几年的营业收入和净利润均快速增长, 2015年, 光科光电营业收入和净利润分别仅为3219万元、-157万元, 2017年则分别达到了9231万元、1718万元。光科光电做出业绩承诺, 2018年、2019年和2020年合并报表归属于母公司股东的净利润分别不低于3000万元、3500万元和4000万元。双方进行合作后, 光科光电得以补充了充足的现金和产能, 有利于其快速发展。恒润股份以收购光科光电的方式, 切入泛半导体设备领域, 为公司的发展带来了新的动力。

图表30 光科光电营业收入(万元)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表31 光科光电净利润(万元)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

五、投资建议

恒润股份是国内领先的锻件生产商,也是全球风电领域重要的锻造零部件供应商,其碾制环形锻件在海上风电领域有较高的市占率。我们认为公司未来几年的盈利能力在以下几个因素的影响下,有望持续增强:(1)全球海上风电装机量活跃,公司客户结构持续优化,来自风电领域的订单有望快速增长;(2)公司产品毛利率或将受益于钢材价格的下降;(3)收购光科光电,切入泛半导体下游市场,带来新的利润增长点。预计公司2018年-2020年的EPS分别为1.26元、1.75元、2.39元,对应当前股价的市盈率分别为16倍、12倍、8倍。首次覆盖,给予“推荐”评级。

六、风险提示

(1)全球海上风电新增装机量大幅下滑的风险:海上风电,尤其是欧洲的海上风电市场,是公司主要下游应用,公司主业的收入受到其影响较大,若全球海上风电新增装机量大幅下滑,将直接导致公司订单减少,影响公司业绩。

(2)受国内环保政策影响,钢材价格大幅上行的风险:若国内环保政策和供给侧改革政策继续收紧,仍有可能对钢材价格形成较强支撑,若钢材价格大幅上涨,将使公司产品毛利率降低。

(3)收购标的无法完成业绩承诺的风险:若光科光电无法完成业绩承诺,则会影响公司的整体业绩,且将承受商誉受损的风险。

(4)大股东减持的风险:若出现上市之前股东的大规模减持,可能会在短期内为公司股价带来压力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	823	1053	1127	1394
现金	338	384	206	387
应收账款	185	285	430	447
其他应收款	2	2	4	3
预付账款	6	33	36	58
存货	254	303	397	443
其他流动资产	39	45	54	55
非流动资产	419	562	761	862
长期投资	0	1	1	1
固定资产	313	444	631	728
无形资产	55	59	57	56
其他非流动资产	51	58	72	77
资产总计	1242	1615	1888	2256
流动负债	235	502	593	706
短期借款	0	0	34	0
应付账款	107	247	272	351
其他流动负债	128	255	287	355
非流动负债	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	238	504	596	709
少数股东权益	0	3	25	56
股本	80	104	104	104
资本公积	604	580	580	580
留存收益	321	426	588	807
归属母公司股东权益	1005	1107	1266	1490
负债和股东权益	1242	1615	1888	2256

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	49	244	72	420
净利润	91	134	204	279
折旧摊销	30	37	55	73
财务费用	7	-9	7	8
投资损失	-5	-1	0	0
营运资金变动	-68	83	-194	60
其他经营现金流	-6	0	0	0
投资活动现金流	-71	-179	-254	-173
资本支出	61	142	199	100
长期投资	-15	-1	0	0
其他投资现金流	-25	-38	-55	-73
筹资活动现金流	241	-19	-30	-32
短期借款	-227	0	0	0
长期借款	-0	0	0	-0
普通股增加	20	24	0	0
资本公积增加	466	-24	0	0
其他筹资现金流	-18	-19	-30	-32
现金净增加额	222	46	-211	215

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	741	1129	1718	2106
营业成本	514	835	1225	1471
营业税金及附加	8	13	16	19
营业费用	67	60	95	114
管理费用	52	63	127	154
财务费用	7	-9	7	8
资产减值损失	-7	9	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	1	0	0
营业利润	106	158	248	339
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	107	158	248	339
所得税	16	25	43	59
净利润	91	134	204	279
少数股东损益	0	3	22	31
归属母公司净利润	91	131	182	248
EBITDA	127	184	294	403
EPS (元)	0.87	1.26	1.75	2.39

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入 (%)	17.7	52.5	52.1	22.6
营业利润 (%)	-5.7	48.6	56.6	36.7
归属于母公司净利润 (%)	-4.2	44.0	39.4	36.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率 (%)	30.6	26.1	28.7	30.1
净利率 (%)	12.2	11.6	10.6	11.8
ROE (%)	9.0	12.0	15.8	18.1
ROIC (%)	8.1	11.2	15.2	18.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率 (%)	19.1	31.2	31.6	31.4
净负债比率 (%)	-33.7	-34.6	-13.3	-25.0
流动比率	3.5	2.1	1.9	2.0
速动比率	2.4	1.5	1.2	1.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	4.1	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益 (最新摊薄)	0.87	1.26	1.75	2.39
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.16	2.34	0.69	4.04
每股净资产 (最新摊薄)	9.66	10.65	12.18	14.33
估值比率	-	-	-	-
P/E	23.5	15.9	11.5	8.4
P/B	2.08	1.89	1.65	1.40
EV/EBITDA	14.2	9.5	6.8	4.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033