

## 恒润股份 (603985)

# 业绩基本符合预期，下游风电景气，继续看好需求

### 推荐 (维持)

现价: 27.18 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)	28.27
流通 A 股市值(亿元)	18.09
每股净资产(元)	10.59
资产负债率(%)	34.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《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》 2018-12-11

#### 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。

### 投资要点

#### 事项：公司发布 2018 年报

2018年公司共实现营业收入11.85亿元，同比增长60.03%；实现归属于上市公司股东净利润1.25亿元，同比增长37.62%。拟每10股派发现金红利4元(含税)，同时向全体股东每10股转增4股。

#### 平安观点：

- **业绩基本符合预期，钢价高企影响毛利率：**公司 2018 年的收入和净利润基本符合我们的预期。收入方面，分产品来看，公司的辗制法兰和锻制法兰的收入分别达到 6.62 亿和 2.68 亿，分别较 2017 年同比增长了 38.34% 和 70.45%。2018 年公司整体毛利率为 24.73%，较 2017 年下滑了 5.86 个百分点，主要是由于受到钢价高位的影响，辗制法兰产品（主要应用于风电塔筒）的毛利率有较大幅度的下滑。我们认为当前很可能是公司产品毛利率的底部阶段，如果 2019 年国内钢价中枢下移，则公司毛利率有望回升。
- **海上风电装机活跃，继续看好下游需求：**风电——尤其是海上风电是公司产品的重要下游，2018 年公司来自风电行业的收入占总收入的 58.96%。我们判断 2019 年国内将存在风电抢装行情，预计 2019 年全球及国内的海上风电新增装机量分别有望达到 6.6GW 和 2.3GW；风电装机活跃将有力带动相关设备和零部件的需求。另一方面可以看到，中国是目前海上风电装机量增长最快的区域，而 2018 年公司也在国内市场获得了可观体量的订单，使得公司的国内收入占比首次超过了出口收入，未来公司在国内的海上风电领域仍大有可为。
- **光科光电顺利完成业绩承诺，2019 年开始贡献业绩增量：**2018 年公司以 1.8 亿现金收购了江阴市光科光电 51% 股权，光科光电承诺，2018 年、2019 年和 2020 年的净利润分别不低于 3000 万元、3500 万元和 4000 万元。根据公司年报披露，2018 年光科光电共实现净利润 3068 万元，顺利完成业绩承诺。恒润的收购使得光科光电有了更充裕的资金开拓市场，假设 2019 年光科光电亦顺利完成业绩承诺，则可为上市公司贡献至少 1785

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	741	1185	1719	2108	2581
YoY(%)	17.7	60.0	45.0	22.6	22.5
净利润(百万元)	91	125	182	248	308
YoY(%)	-4.2	37.6	46.0	36.3	24.2
毛利率(%)	30.6	24.7	28.6	30.1	30.2
净利率(%)	12.2	10.5	10.6	11.8	12.0
ROE(%)	9.0	11.0	15.2	17.4	18.1
EPS(摊薄/元)	0.87	1.20	1.75	2.39	2.97
P/E(倍)	31.2	22.6	15.5	11.4	9.2
P/B(倍)	2.8	2.6	2.2	1.9	1.6

万元的净利润增量，占 2018 年全年净利润的 14%。从长远看，收购光科光电，使恒润股份成功切入面板、LED 等下游，为公司的发展打开了新的空间。

- **投资建议：**行业层面，我们认为 2019 年国内风电行业将存在抢装行情，预计将有力带动设备端需求；全球海上风电装机活跃，核心部件供不应求的行情将继续。公司层面，恒润的客户结构将越来越丰富化，有望带来可观的订单增量；所收购的光科光电将在 2019 年贡献可观业绩增量。看好下游旺盛的需求和公司产品优秀的竞争力，维持对公司的业绩预测，预计公司 2019 年-2021 年的 EPS（当前股本摊薄）分别为 1.75 元、2.39 元、2.97 元，对应当前股价的市盈率分别为 15.5 倍、11.4 倍、9.2 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）重要客户订单量骤减的风险，公司客户结构优良，头部客户订单量可观，但如果大客户受自身因素影响而业务量减少，将使公司的订单量受到一定影响。（2）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	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1045	1306	1529	1920
现金	256	309	379	465
应收票据及应收账款	360	447	542	669
其他应收款	1	3	2	4
预付账款	9	12	14	18
存货	374	490	547	719
其他流动资产	45	45	45	45
<b>非流动资产</b>	730	914	1027	1164
长期投资	0	0	0	0
固定资产	444	609	710	833
无形资产	84	86	90	95
其他非流动资产	203	218	227	236
<b>资产总计</b>	1775	2220	2556	3084
<b>流动负债</b>	512	764	851	1056
短期借款	84	273	251	346
应付票据及应付账款	339	419	491	620
其他流动负债	89	72	109	90
<b>非流动负债</b>	104	90	74	59
长期借款	88	74	58	43
其他非流动负债	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	616	853	925	1115
少数股东权益	57	83	117	166
股本	104	104	104	104
资本公积	580	580	580	580
留存收益	418	594	835	1138
<b>归属母公司股东权益</b>	1101	1284	1513	1803
<b>负债和股东权益</b>	1775	2220	2556	3084

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	40	110	309	246
净利润	127	207	283	357
折旧摊销	36	47	63	78
财务费用	-4	7	8	7
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	-120	-152	-45	-196
其他经营现金流	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-270	-231	-175	-215
资本支出	81	184	113	137
长期投资	-15	0	0	0
其他投资现金流	-204	-47	-63	-78
<b>筹资活动现金流</b>	152	-14	-42	-40
短期借款	84	0	0	0
长期借款	88	-14	-16	-15
普通股增加	24	0	0	0
资本公积增加	-24	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-0	-26	-25
<b>现金净增加额</b>	-73	-136	92	-9

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1185	1719	2108	2581
营业成本	892	1227	1474	1801
营业税金及附加	6	16	19	23
营业费用	61	95	115	138
管理费用	34	84	103	128
研发费用	47	46	55	63
财务费用	-4	7	8	7
资产减值损失	6	0	0	0
其他收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	149	244	333	420
营业外收入	0	0	0	0
<b>营业外支出</b>	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	148	244	333	420
<b>所得税</b>	21	37	50	63
<b>净利润</b>	127	207	283	357
少数股东损益	2	25	35	49
<b>归属母公司净利润</b>	125	182	248	308
<b>EBITDA</b>	187	296	403	505
<b>EPS (元)</b>	1.20	1.75	2.39	2.97

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	60.0	45.0	22.6	22.5
营业利润(%)	39.7	64.0	36.6	26.1
归属于母公司净利润(%)	37.6	46.0	36.3	24.2
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	24.7	28.6	30.1	30.2
净利率(%)	10.5	10.6	11.8	12.0
ROE(%)	11.0	15.2	17.4	18.1
ROIC(%)	10.0	12.7	15.6	16.3
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	34.7	38.5	36.2	36.2
净负债比率(%)	-5.2	5.0	-2.4	-2.2
流动比率	2.0	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.1
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.75	2.39	2.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	1.05	2.97	2.37
每股净资产(最新摊薄)	10.59	12.34	14.55	17.34
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	22.6	15.5	11.4	9.2
P/B	2.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	15.1	10.1	7.2	5.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 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 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033