



毛利率有望小幅恢复，全年业绩增长预期未变

2018.05.09

潘永乐(分析师)	徐超(分析师)
电话: 020-88832354	020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn	xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002	A1310518060001

事件:

公司公布 2018 年年报及 2019 年一季报，2018 年公司实现营收 11.85 亿元 (YoY+60.03%)；实现归母净利润 1.25 亿元 (YoY+37.62%)。2019Q1 公司实现营收 2.64 亿元 (YoY+21.43%)；实现归母净利润 0.23 亿元 (YoY-14.82%)。

点评:

● **恒润环锻在产能增加影响下营收同比上升但受制于原材料因素毛利率下降。**2018 年全年恒润环锻实现营收 6.62 亿元 (YoY+38.34%)，由于公司订单饱满，产能增长 (2017 年环锻出货量 3.4 亿吨，2018 年环锻出货量 5.1 亿吨) 直接拉动了公司环锻营收增长。但以钢材为主的原材料价格上涨导致环锻综合成本上升了 62.33%，使得环锻业务的毛利率下滑了 11.04pct.，其中风电行业法兰毛利率较去年同期下滑了 10.54pct.。

● **锻制法兰营收增长较大，毛利率稳中有升。**2018 年全年恒润小锻件工厂实现营收 3.01 亿元 (YoY+67.95%)，其中锻制法兰实现营收 2.68 亿元 (YoY+70.45%)，其他自由锻件实现营收 0.32 亿元 (YoY+49.91%)。从毛利率角度来看，小锻件毛利率稳中有升，整体毛利率 28.04%，较去年同期上升 5.41pct.。

● **毛利率下降是 2019Q1 净利润下滑主因，然我们认为公司全年业绩增长趋势未变。**2019Q1 期间费用率 13.41%，较去年同期 13.75% 基本持平，我们判断期间费用中研发费用与销售费用的结构性变化并非公司业绩波动主因。从毛利率角度来看，2019Q1 公司综合毛利率录得 22.75%，较去年同期下滑了 6pct.，我们认为这是使得公司 2019Q1 净利润同比下滑的主要因素。然而从我们对于公司毛利率趋势未来的变化预测来看，我们判断由于公司海风订单加价以及高毛利率的光科业绩贡献增加，公司 2019 年全年毛利率将较 2018 年上升 3pct. 左右。因此我们认为公司全年业绩增长趋势未变，预计全年归母净利润有望实现 50%+ 的增速。

盈利预测与估值:

考虑到公司海上风电订单饱满以及未来 2 年的海上风电建设高峰，在子公司光科完成业绩承诺的假设下，我们首次给予公司 19-21 年 EPS 预测值分别为 1.82、2.02、2.17 元人民币，对应目前 P/E 分别为 11.90、10.69、9.98 倍。首次覆盖给予其“强烈推荐”的投资评级，以 15 倍 P/E 给予其目标价 27.30 元。

风险提示:

海上风电政策发生重大变化；风电法兰价格下跌；光科业绩不及预期等。

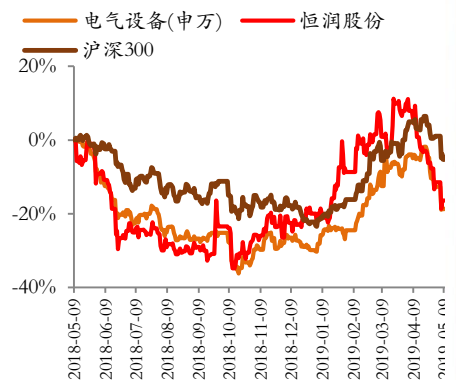
主要财务指标(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1185.32	1762.33	1960.33	2018.24
同比(%)	60.03%	48.68%	11.24%	2.95%
归属母公司净利润	124.82	188.96	210.42	225.26
同比(%)	37.62%	51.39%	11.35%	7.05%
每股收益(元)	1.20	1.82	2.02	2.17
P/E	18.01	11.90	10.69	9.98
P/B	2.04	1.80	1.58	1.40
EV/EBITDA	1.23	7.92	6.96	6.28

强烈推荐 (首次)

现价:	21.80 元
目标价:	27.30 元
股价空间	25.22%

电力设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
恒润股份	-21.21	-8.43	13.19
电气设备	-14.52	7.51	14.11
沪深 300	-9.61	12.94	13.08

基本资料

总市值(亿元)	22.48
总股本(亿股)	1.04
流通股比例	64.00%
资产负债率	35.36%
大股东	承立新
大股东持股比例	36.00%

相关报告



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
单位:百万元					单位:百万元				
流动资产	1045	1418	1561	1643	营业收入	1185	1762	1960	2018
现金	256	288	308	359	营业成本	892	1273	1415	1446
应收账款	349	489	546	566	营业税金及附加	6	14	14	14
其它应收款	1	3	3	3	营业费用	61	92	102	105
预付账款	9	22	19	21	管理费用	80	127	141	145
存货	374	564	627	635	财务费用	-4	12	20	22
其他	56	54	59	59	资产减值损失	6	6	5	4
非流动资产	730	907	1077	1263	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	4	4	4
固定资产	444	598	745	885	营业利润	149	243	267	285
无形资产	84	96	110	126	营业外收入	0	0	0	0
其他	203	214	222	252	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1775	2325	2638	2906	利润总额	148	243	267	284
流动负债	512	862	930	937	所得税	21	36	39	42
短期借款	84	263	280	270	净利润	127	206	228	243
应付账款	176	273	294	301	少数股东损益	2	18	18	18
其他	252	326	356	366	归属母公司净利润	125	189	210	225
非流动负债	104	139	192	249	EBITDA	189	307	360	400
长期借款	88	132	183	238	EPS (摊薄)	1.20	1.82	2.02	2.17
其他	16	7	9	10					
负债合计	616	1001	1122	1186	主要财务比率				
少数股东权益	57	75	92	110	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	104	104	104	104	成长能力				
资本公积	580	580	580	580	营业收入增长率	60.0%	48.7%	11.2%	3.0%
留存收益	418	565	739	927	营业利润增长率	39.7%	63.4%	10.1%	6.5%
归属母公司股东权益	1102	1249	1423	1610	归属于母公司净利润增长率	37.6%	51.4%	11.4%	7.1%
负债和股东权益	1775	2325	2638	2906	获利能力				
					毛利率	24.7%	27.8%	27.8%	28.3%
现金流量表					净利率	10.7%	11.7%	11.6%	12.0%
单位:百万元					ROE	11.5%	15.2%	14.8%	13.9%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	10.3%	13.1%	12.9%	12.3%
经营活动现金流	40	114	242	340	偿债能力				
净利润	127	189	210	225	资产负债率	34.7%	43.1%	42.5%	40.8%
折旧摊销	36	53	72	93	净负债比率	29.88%	40.06%	41.90%	43.49%
财务费用	-4	12	20	22	流动比率	2.04	1.65	1.68	1.75
投资损失	-4	-4	-4	-4	速动比率	1.31	0.99	1.00	1.08
营运资金变动	-120	-164	-73	-14	营运能力				
其它	5	29	17	17	总资产周转率	0.79	0.86	0.79	0.73
投资活动现金流	-270	-245	-236	-273	应收账款周转率	4.44	4.21	3.79	3.63
资本支出	-81	-297	-214	-255	应付账款周转率	6.31	5.67	4.99	4.86
长期投资	15	0	-0	-0	每股指标 (元)				
其他	-204	52	-22	-18	每股收益(最新摊薄)	1.20	1.82	2.02	2.17
筹资活动现金流	152	163	13	-15	每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	1.10	2.33	3.27
短期借款	84	179	17	-10	每股净资产(最新摊薄)	10.59	12.01	13.68	15.48
长期借款	88	44	51	55	估值比率				
普通股增加	24	0	0	0	P/E	18.01	11.90	10.69	9.98
资本公积金增加	-24	0	0	0	P/B	2.04	1.80	1.58	1.40
其他	-20	-60	-56	-60	EV/EBITDA	1.23	7.92	6.96	6.28
现金净增加额	-79	32	19	52					

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



广证恒生电力设备新能源团队介绍：

潘永乐：厦门大学金融硕士，8年证券研究经验，主要覆盖工控、电力设备。

徐超：浙江大学核技术硕士，2年证券研究经验，主要覆盖新能源发电。

李子豪：北京理工大学航天工程硕士，1年证券研究经验，主要覆盖新能源汽车。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。