

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

恒润股份(603985)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘卓 机械设备行业分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: 010-83326753

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

海风招标下滑影响盈利水平，风电轴承将开启新征程

2022年04月17日

事件: 2022年4月15日, 公司发布2021年年度报告。2021年公司实现主营业务收入22.93亿元, 同比下降3.82%。实现归属于上市公司股东的净利润4.42万元, 同比下滑4.59%。

点评:

- **21年风电法兰主业需求承压, 陆上法兰竞争加剧及废料业务影响公司整体利率。**2021年公司实现总收入22.93亿元, 其中风电法兰业务收入12.08亿元, 锻制法兰及其他自由锻件业务收入3.2亿元, 其他业务(主要为加工废料)收入6.19亿元。2021年公司毛利率为24.29%, 净利率为19.17%。受到20年风电抢装的影响, 21年风电装机需求量下滑, 竞标价格竞争激烈, 特别是陆上风电法兰业务毛利率在下半年出现大幅下滑。21年海上风电招标量明显下滑, 公司海上风电法兰业务体量出现下滑。公司四季度毛利率为9.68%, 远低于公司正常水平, 细分来看公司各业务板块下半年毛利率均有所下滑, 其中废料业务下滑最为明显, 全年毛利率下滑至6.5%, 并且其毛利润在下半年仅有0.4亿元, 明显低于年中的0.57亿元。风电法兰总体需求下滑以及废料业务毛利大幅下滑影响了公司整体毛利率水平。2021年公司非经常性损益为1.66亿, 主要为非流动资产处置收益。报告期内, 公司由于光科光电业绩承诺未达标, 由光科光电原股权出让方回购公司持有的光科光电31%股权, 同时公司还出售了银牛微电子的股权。
- **风电轴承与齿轮业务将开拓全新成长曲线。**公司2020年布局风电轴承业务, 与下游客户共同研发制造风电轴承。公司2021年定增资金主要用于年产5万吨12MW海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目、年产4,000套大型风电轴承生产线项目、年产10万吨齿轮深加工项目, 目前公司轴承产品已经处于验证后期, 即将批量供货。风电轴承市场空间更大, 并且国产化替代空间也更大, 是公司未来增长的重要驱动力。公司未来将为下游客户直接提供齿轮, 节省下游齿轮箱客户的生产成本, 缩短其生产周期, 具有较好的市场前景。
- **海上风电招标或将有望回升, 公司核心竞争力有望凸显。**2021年国内海风装机量较高, 但是海风招标量较少, 公司风电法兰业务需求量实际上出现了明显下滑。22年海上风电招标量或将大幅增长, 公司作为国内海风法兰龙头企业, 有望在海风法兰领域持续扩大市场。海风法兰的市场格局好于陆风法兰, 其价格和利润水平通常会高于陆上风电法兰, 预计公司的盈利能力也将恢复。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计2022年至2024年净利润分别为6亿元、8.93亿元、11.84亿元, 相对应的EPS分别为1.77元/股、2.63元/股和3.49元/股, 对应当前股价PE分别为14倍、10倍和7倍。维持

公司“买入”评级。

➤ **风险因素：**宏观环境恶化；疫情控制不及预期；融资情况不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,385	2,293	3,391	5,413	7,278
增长率 YoY %	66.6%	-3.8%	47.8%	59.6%	34.5%
归属母公司净利润 (百万元)	463	442	600	893	1,184
增长率 YoY%	458.5%	-4.6%	35.8%	48.9%	32.5%
毛利率%	30.0%	24.3%	27.0%	26.1%	25.8%
净资产收益率ROE%	30.4%	13.2%	15.2%	18.5%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.63	1.56	1.77	2.63	3.49
市盈率 P/E(倍)	20.21	34.27	14.43	9.70	7.32
市净率 P/B(倍)	4.42	5.43	2.20	1.79	1.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年04月15日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,514	2,779	3,427	4,703	6,208	
货币资金	295	791	1,114	1,630	2,145	
应收票据	2	3	2	3	4	
应收账款	329	362	464	743	1,000	
预付账款	25	24	35	56	76	
存货	534	405	578	933	1,259	
其他	328	1,194	1,234	1,338	1,725	
非流动资产	1,174	1,114	1,190	1,196	1,220	
长期股权投资	332	74	128	128	128	
固定资产(合计)	572	464	568	615	662	
无形资产	84	78	78	78	78	
其他	186	498	416	375	352	
资产总计	2,688	3,893	4,617	5,898	7,428	
流动负债	1,037	535	665	1,062	1,421	
短期借款	499	0	100	150	200	
应付票据	100	273	203	329	444	
应付账款	158	174	237	384	518	
其他	280	88	124	200	259	
非流动负债	105	20	20	20	20	
长期借款	50	0	0	0	0	
其他	55	20	20	20	20	
负债合计	1,142	555	685	1,083	1,441	
少数股东权益	24	0	-6	-15	-27	
归属母公司股东权	1,522	3,337	3,937	4,831	6,014	
负债和股东权益	2,688	3,893	4,617	5,898	7,428	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,385	2,293	3,391	5,413	7,278	
同比(%)	66.6%	-3.8%	47.8%	59.6%	34.5%	
归属母公司净利润	463	442	600	893	1,184	
同比(%)	458.5	-4.6%	35.8%	48.9%	32.5%	
毛利率(%)	30.0%	24.3%	27.0%	26.1%	25.8%	
ROE%	30.4%	13.2%	15.2%	18.5%	19.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.63	1.56	1.77	2.63	3.49	
P/E	20.21	34.27	14.43	9.70	7.32	
P/B	4.42	5.43	2.20	1.79	1.44	
EV/EBITDA	11.90	41.78	10.89	6.94	4.96	

利润表		单位:百万元				
会计年度	202	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,38	2,293	3,391	5,413	7,278	
营业成本	1,66	1,736	2,475	4,001	5,401	
营业税金及附	13	15	22	35	47	
销售费用	13	12	20	32	44	
管理费用	66	80	119	189	255	
研发费用	99	88	115	189	255	
财务费用	26	29	2	5	5	
减值损失合计	-20	1	1	1	1	
投资净收益	-8	178	17	16	22	
其他	80	-2	5	5	7	
营业利润	551	510	661	983	1,303	
营业外收支	-1	1	-1	-1	-1	
利润总额	550	511	660	983	1,302	
所得税	93	71	66	98	130	
净利润	457	440	594	884	1,172	
少数股东损益	-6	-2	-6	-9	-12	
归属母公司净	463	442	600	893	1,184	
EBITDA	589	415	702	1,034	1,354	
EPS(当	1.63	1.56	1.77	2.63	3.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	202	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	242	326	347	529	550	
净利润	457	440	594	884	1,172	
折旧摊销	62	58	63	68	76	
财务费用	24	26	2	4	6	
投资损失	8	-178	-17	-16	-22	
营运资金变动	-267	-12	-297	-414	-684	
其它	-41	-8	3	3	3	
投资活动现金	-411	-778	-123	-59	-79	
资本支出	-57	-335	-85	-75	-101	
长期投资	-365	-457	-54	0	0	
其他	10	14	17	16	22	
筹资活动现金	146	866	98	46	44	
吸收投资	0	1,454	0	0	0	
借款	581	414	100	50	50	
支付利息或股息	-102	-106	-2	-4	-6	
现金流净增加额	-27	404	323	516	515	

研究团队简介

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017 年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021 年加入信达证券研发中心，现从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。