

► **风电法兰龙头，拓展轴承新领域。**公司主要从事辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件等产品的研发、生产和销售，目前产品包括环形锻件、锻制法兰、自由锻件三块，核心业务为环形锻件，具体包括风电法兰、工程机械行业配套零部件、金属压力容器用大型环锻件。公司获得了维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒、金风科技、明阳智能、上海电气等国际国内知名厂商的合格供应商资质或进入其供应商目录。在辗制环形锻件市场，公司已成为海上风电塔筒法兰的重要供应商，在全球同行业同类产品中处于领先地位，公司也是目前全球较少能制造7.0MW及以上海上风电塔筒法兰的企业之一，同时公司已量产9MW海上风电塔筒法兰。2021年公司通过非公开发行拟布局风电轴承新领域，年产4,000套风电轴承，同时公司拟开拓10万吨齿轮箱深加工项目。

► **风电法兰：大型化加速格局下，公司充分受益。**平价时代从2021年开始，平价时代的开启也加速了我国风机大型化的进程，此外，海上风电从2021年开始进入发展快车道，对应的法兰的大型化也进入加速期，法兰作为风电机组的核心部件，产品品质、认证壁垒较高，且大型化加速背景下头部客户的竞争优势将更加凸显，公司因掌握核心工艺技术优势及丰富的海外头部风机供货经验在国内大型化加速的背景下竞争优势明显。**从海力风电2018-2021H1的5.0MW供货商来看，基本被无锡恒润、山东伊莱特垄断，其中恒润获得71.6%-81.3%的份额，伊莱特因为2020-2021H1的均价偏高导致市场份额略有下滑。**2021年公司针对海上风电需求崛起，定增扩5万吨12MW海上风电大型法兰项目。

► **风电轴承：国产替代进行时，公司依靠环锻优势切入。**风电轴承行业是目前国内风电大部件中国产化率较低环节，也是为数不多的能够规避风机大型化趋势下降价压力的环节。参考三一重能的变桨偏航轴承及主轴轴承的采购单价及新强联公告，我们预测中国风电轴承市场的规模可能会从2021年的106亿元提升至2023年的253亿元，其中主轴轴承约111.2亿元，变桨偏航轴承约142.3亿元。**从单MW投资来看，主轴轴承和变桨偏航轴承均呈现上行趋势，摆脱大型化趋势下降价压力。**2021年公司定增宣布投4,000套轴承产能，主要用于生产三排变桨偏航轴承，公司依靠环锻件优势切入轴承领域，获得行业头部主机企业支持，未来有望形成法兰+轴承双轮驱动格局。

► **投资建议：**预计公司2022-2024年归母净利润分别是4.4、6.9、9.1亿元，同比增速分别为0.5%、55.0%、31.7%，对应PE分别是28x、18x、14x。考虑到公司风电法兰领域的龙头地位以及布局轴承领域，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 海上风电招标进度低于预期风险；3) 项目进度低于预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,293	3,227	4,387	5,671
增长率(%)	-3.8	40.7	35.9	29.3
归属母公司股东净利润(百万元)	442	444	688	906
增长率(%)	-4.6	0.5	55.0	31.6
每股收益(元)	1.00	1.01	1.56	2.05
PE	29	28	18	14
PB	3.8	3.4	2.9	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年7月6日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

28.61元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1.恒润股份(603985.SH)2021年报点评：业绩低于预期，等待海风招标量起

目录

1 风电法兰龙头，拓展轴承新领域	3
1.1 大型风电法兰龙头，布局轴承新领域	3
1.2 股权：大股东持股 27.33%，董事长持股 22.66%	4
1.3 财务：2012-2021 年营收增速 CAGR=15.6%，归母净利润 CAGR=30.2%	4
2 风电法兰：大型化下格局改善，公司充分受益	6
2.1 成本加成定价模式零部件	6
2.2 大型化下降价压力较小的环节	7
2.3 以海力风电供货商为例，恒润获得 5MW 绝大份额	9
2.4 掌握核心技术，优先布局海上大型法兰起家	11
2.5 扩 5 万吨 12MW 海上风电大型法兰项目	14
3 风电轴承：国产替代进行时，公司依靠环锻优势切入	15
3.1 主轴轴承定制化明显	15
3.2 三排独立变桨轴承：受益于大型化，未来占比有望提升	16
3.3 轴承是风机成本中占比较高且国产化率偏低的部件	16
3.4 风电轴承市场：2023 年约 253 亿元	19
3.5 定增布局 4,000 套风电轴承	20
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	23
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 风电法兰龙头，拓展轴承新领域

1.1 大型风电法兰龙头，布局轴承新领域

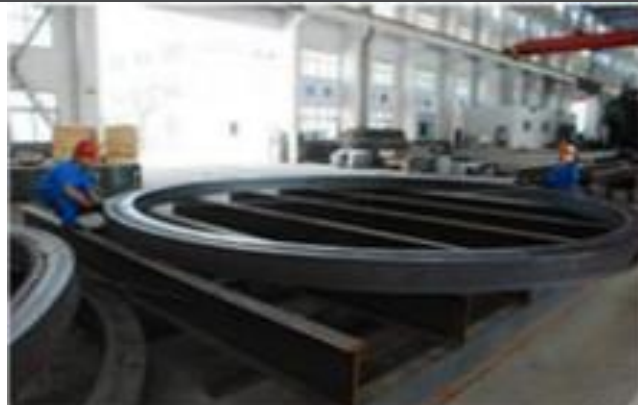
公司主要从事辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件等产品的研发、生产和销售，产品主要应用于风电行业、石化行业、金属压力容器行业、机械行业、船舶、核电等多种行业。公司目前产品包括环形锻件、锻制法兰、自由锻件三块，核心业务为环形锻件，具体包括风电法兰、工程机械行业配套零部件、金属压力容器用大型环锻件。公司获得了维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒、阿尔斯通、艾默生、三星重工、韩国重山、金风科技、明阳智能、上海电气等国际国内知名厂商的合格供应商资质或进入其供应商目录。在辗制环形锻件市场，公司已成为海上风电塔筒法兰的重要供应商，在全球同行业同类产品处于领先地位，公司也是目前全球较少能制造 7.0MW 及以上海上风电塔筒法兰的企业之一，同时公司已量产 9MW 海上风电塔筒法兰。

图 1:公司风电塔筒法兰产品示意图



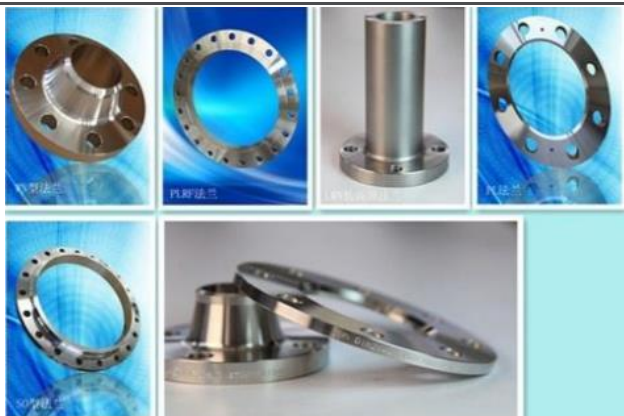
资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

图 2:公司其他辗制环形锻件产品示意图



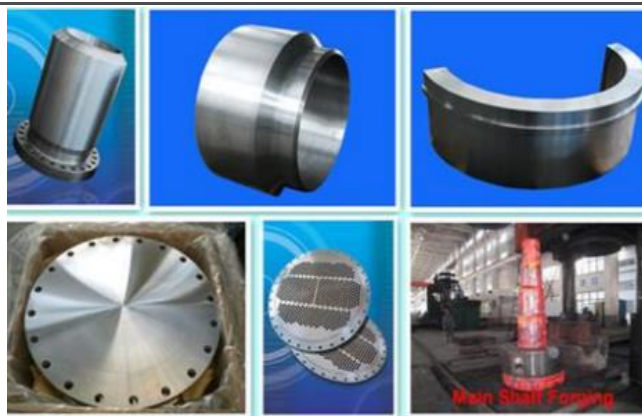
资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

图 3:公司锻制法兰产品示意图



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

图 4:公司自由锻件产品示意图



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

2021 年公司通过非公开发行拟布局风电轴承新领域，年产 4,000 套风电轴承，同时公司拟开拓 10 万吨齿轮箱深加工项目。

表 1：2021 年 7 月公司非公开发行募投项目情况

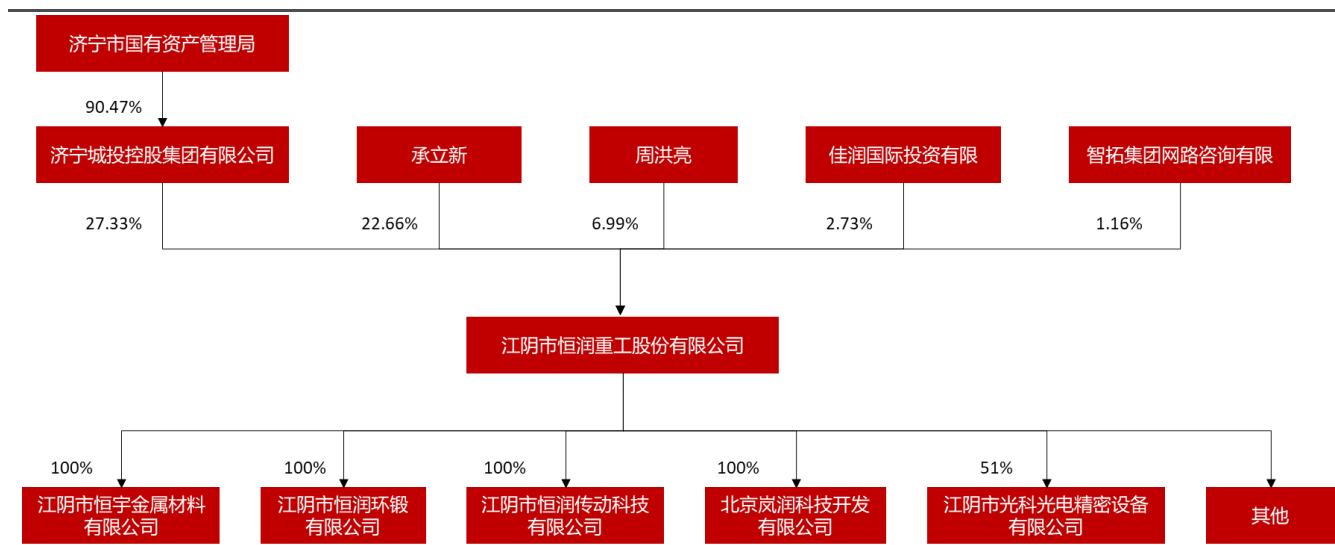
募投项目	项目总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
年产 5 万吨 12MW 海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目	53,830	36,200
年产 4,000 套大型风电轴承生产线项目	115,800	75,463
年产 10 万吨齿轮深加工项目	55,660	35,707
合计	225,290	147,370

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权：大股东持股 27.33%，董事长持股 22.66%

公司控股股东为济宁城投控股集团有限公司，持有江阴市恒润重工股份有限公司股份比例为 27.33%，实际控制人为济宁市人民政府国有资产监督管理委员会。公司董事长管承立新持有公司 22.66% 股权，董事周洪亮持有公司 6.99% 股权。

图 5:恒润股份股权结构情况

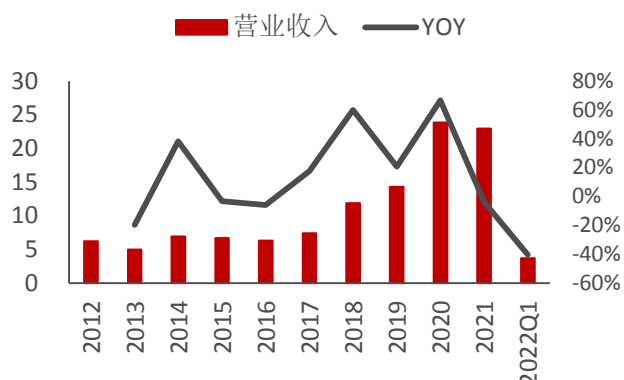


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 财务：2012-2021 年营收增速 CAGR=15.6%，归母净利润 CAGR=30.2%

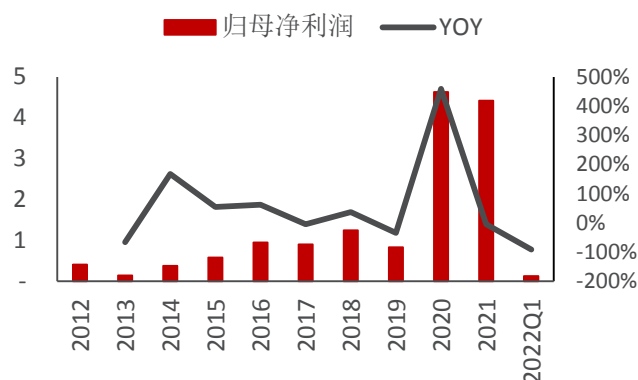
2012-2021 年，公司营收 CAGR=15.6%，2020 年国内抢装陆上风电，公司实现营收 23.85 亿元，同比增长率达历年最高，为 66.6%。受到 20 年风电抢装的影响，风电装机需求量下滑，2021 年-2022Q1 公司实现营业收入 22.93 亿元和 3.72 亿元，同比增长率分别为-3.82%和-40.37%；归母净利润由 2012 年的 0.4 亿元提升至 2020 年的 4.4 亿元，CAGR=30.2%，高于收入增速，体现公司良好的盈利能力。

图 6:恒润股份营收及同比增速情况 (亿元)



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

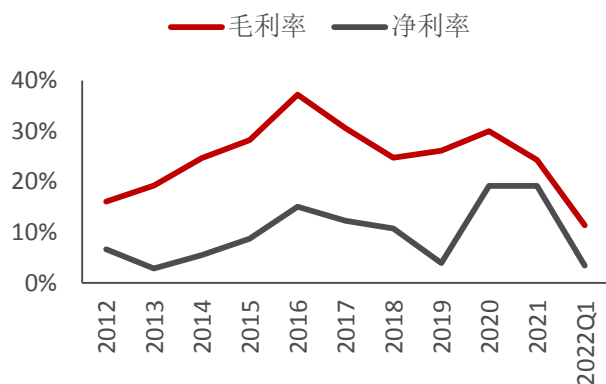
图 7:恒润股份归母净利润及同比增速情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

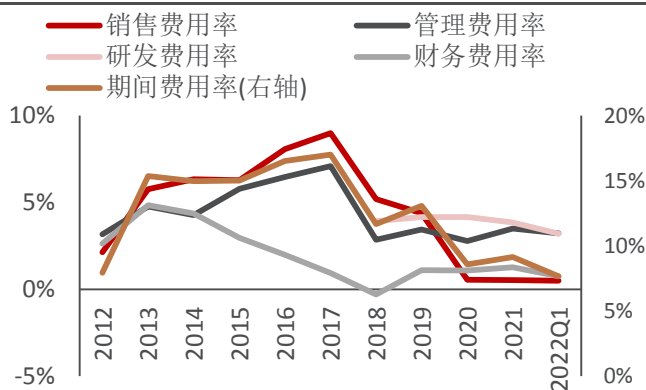
2012-2021 年，毛利率维持在 16.1%-37.3% 区间波动，2012 年为区间底部，2021-2022Q1，公司毛利率出现较大幅度下滑，主要系原材料价格上涨及需求下滑竞争激烈所致。2012-2021 净利率在 2.84%-19.17% 区间，2021 年达历史最高点。公司期间费用率整体呈现较为显著的下降趋势，2021 和 2022Q1 分别为 9.16%、7.66%，其中 2022Q1 达历史最低点，体现规模效应和公司良好的费用管控能力。

图 8:恒润股份毛利率及净利率情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

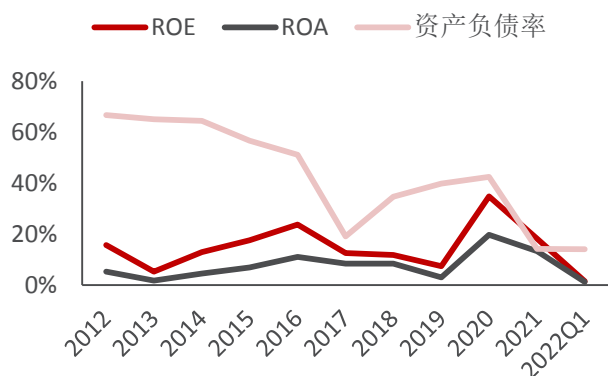
图 9:恒润股份期间费用率情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

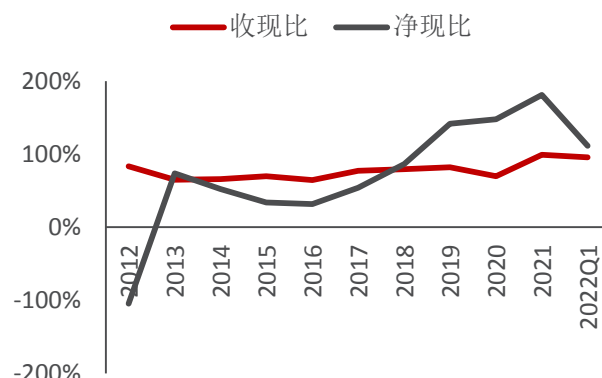
在 2020 年风电抢装背景下，公司 ROE 和 ROA 大幅提升，达 34.76%、19.70%，2021-2022Q1 出现明显下降，ROE 分别为 18.19%、1.51%，ROA 分别为 13.36%、1.30%。2021-2022Q1，公司收现比为 98.92%、95.80%，净现比为 181.14%、111.53%，回款能力较强。

图 10:恒润股份 ROE、ROA、资产负债率情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

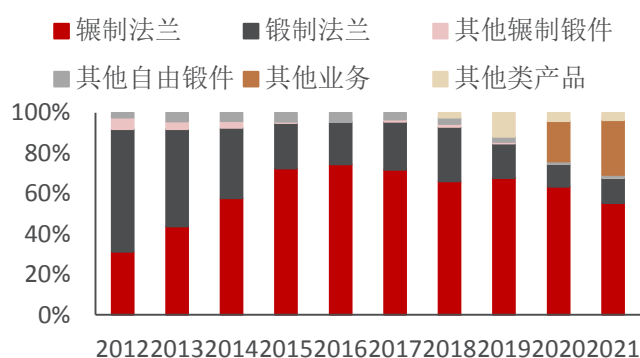
图 11:恒润股份现金流质量情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

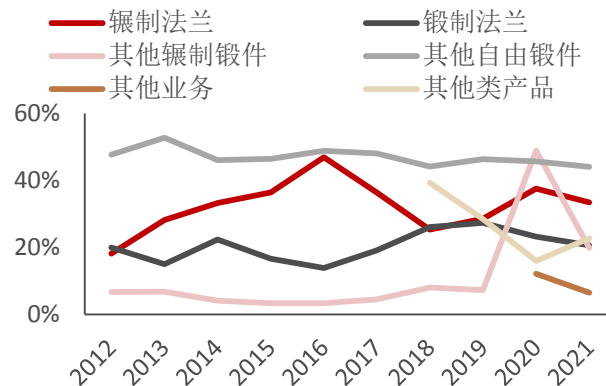
分业务营收来看，2021 年公司辗制法兰业务营收占比分别为 55.3%，锻制法兰和其他自由锻件占比分别为 12.5%和 1.43%，其中辗制法兰业务营收占比自 2014 年起一直维持在 50% 以上。分业务毛利率来看，风电法兰总体需求的下滑及原材料价格的上升使 2021 年公司各项主营业务的毛利率均出现一定程度下滑，辗制法兰毛利率下降 4.1pct 至 33.4%，锻制法兰毛利率下降 2.49pct 至 20.7%。

图 12:恒润股份分业务营收构成情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

图 13:恒润股份分业务毛利率情况



资料来源：恒润股份公告，民生证券研究院

2 风电法兰：大型化下格局改善，公司充分受益

2.1 成本加成定价模式零部件

公司产品的定价主要采取成本加成的定价模式，即：

$$\text{原材料单价} \times \text{料比} - (\text{料比} - 1) \times \text{回收率} \times \text{废料单价} + \text{综合取费} + \text{加成}$$

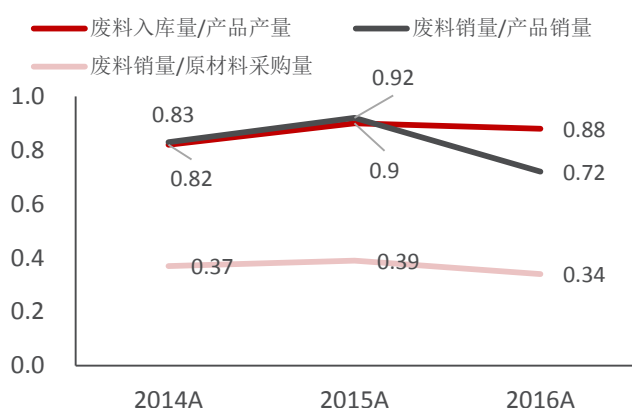
- ① 料比为投料与产出比，由加工产品的工艺水平确定，比如标准 WN 型法兰，标的料比为 2.0，即投入 2 吨原材料产出 1 吨成品，特殊定制产品需要公司工程技术人员经过工艺测算后确定；

- ② 回收率一般为常数；
- ③ 综合取费也是常数，根据产品类型和工艺复杂程度确定，**一般包括员工工资、机械维修费用、水电费和管理费等；**
- ④ 最后加上加成，构成成品的最终价格。产品定价中，由虚线框起来的部分是既定部分，即产品报价不能低于这部分。**加成部分是调节部分，一般会根据产品的档次、紧俏程度、加工工艺复杂程度、供货期限、批量大小以及和客户的议价能力来确定加成水平。**

产品定价中，由虚线框起来的部分是既定部分，即产品报价不能低于这部分。**加成部分是调节部分，一般会根据产品的档次、紧俏程度、加工工艺复杂程度、供货期限、批量大小以及和客户的议价能力来确定加成水平。**因此公司产品的价格主要由两部分起主导作用，一是原材料价格，占产品价格的主要部分，原材料价格波动会影响所有产品的价格；二是加成水平，这个是根据具体的产品、不同的客户确定，对价格的影响是个别的。

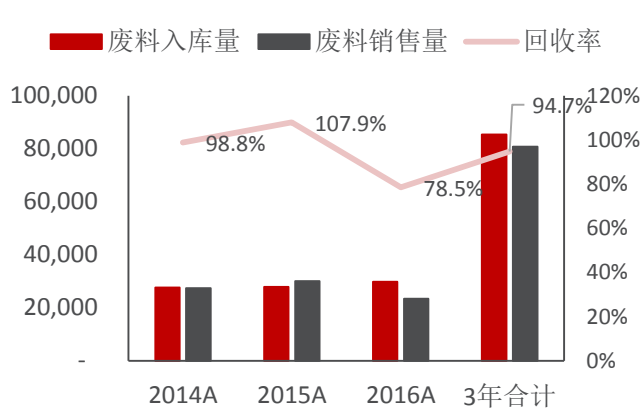
从 2014-2016 年的数据来看，公司料比在 1.95-2.05，回收率不好统计，如果用废料销量/废料入库量计算的话，2014-2016 年三年合计回收率为 94.7%。从公司合金钢废料销售价格走势看，合金钢废料价格走势与不锈钢、碳钢废料价格走势基本一致。

图 14:恒润股份 2014-2016 年料比情况



资料来源：恒润股份招股书，民生证券研究院

图 15:恒润股份 2014-2016 年废料销量系数



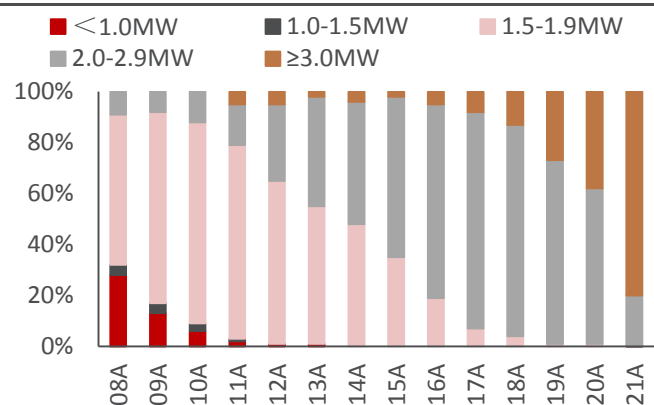
资料来源：恒润股份招股书，民生证券研究院

本公司生产模式为“以销定产”，即根据与客户签订的合同来决定生产，公司必须根据客户提出产品品类、规格、工艺要求和质量标准进行生产。同样一台生产设备，针对不同订单指定产品的品类、规格和工艺要求，产能差别很大。同样一套关键工序（包括加热、锻造、热处理、机加工），针对不同订单产品的要求，产能差别也很大。公司最终产品一般须经过一系列关键工序，最终产品的产能由前述关键工序的产能决定。

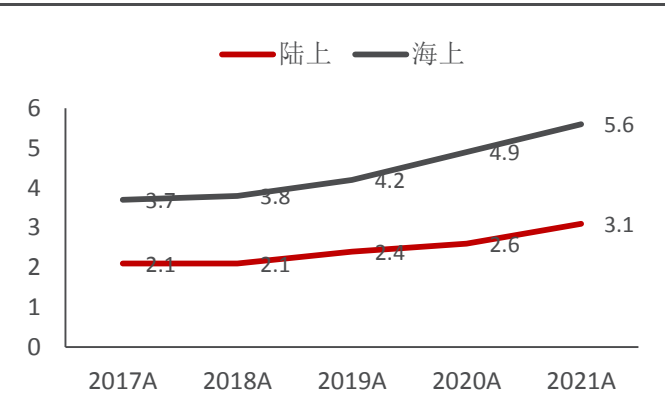
2.2 大型化下降价压力较小的环节

2008-2021 年，我国风电单体机组的规模经历了 1.5-1.9MW 时代（08-13 年），2-

2.9MW 时代 (14-20 年), 4.0MW 时代 (2021 年)。从海上和陆上单体装机来看, 2017-2021 年, 海上单体规模从 3.7MW 提升至 5.6MW, 陆上从 2.1MW 提升至 3.1MW。 2022 年以来陆上招标机组单机规模处在 4-5MW 之间, 海上 7MW 以上, 我国风电单机规模开始进入快速提升阶段。

图 16:全国不同单机容量风电机组新增装机容量占比


资料来源: CWEA, 民生证券研究院

图 17:我国海上和陆上风电单体机组装机规模 (MW)


资料来源: CWEA, 民生证券研究院

2.2.1 以海力风电为例: 塔筒、法兰是大型化受损较小的环节

参考海力风电 2018-2021H1 数据, 塔筒单 kW 售价从 2018 年的 655.7 元提升至 2021H1 的 736.7 元, 考虑到塔筒和法兰定价模式是成本加成, 因此, 我们更需要关心的是大型化带来的使用量的变化。从成本角度, 塔筒主要原材料为钢板和法兰, 这两项成本占了海力风电成本的 80%-85%, 从这两项指标来看, 公司单套塔筒装机从 2018 年的 2.44MW 提升至 2021H1 的 4.36MW, 单 MW 塔筒重量从 2018 年的 86.8 吨将至 2021H1 的 73.6 吨, 复合降幅 5.3%, 其中法兰复合降幅 9.0%, 钢板复合降幅 5.0%, 参考 3.1 节中《采用不同单机容量机组的项目经济指标 (徐燕鹏)》的数据, 大型化带来的塔筒和法兰的用量降幅少于整机降本幅度。

表 2：海上风电塔筒及塔筒原材料指标

项目	指标	单位	2018A	2019A	2020A	2021H1
塔筒指标	收入	万元	39,038	57,482	97,637	87,045
	销量	套	244	255	377	271
	销量	万吨	5.3	6.2	10.4	8.1
	单价	万元/套	160	225	259	321
	单套规模	MW/套	2.44	3.36	3.61	4.36
	单套重量	吨/套	216	243	275	299
	单 kW 售价	元/kW	655.7	670.9	717.4	736.7
		yoy	%		2.3%	6.9%
单套风电主要原材料	钢板	吨/套	193.6	264.9	284.4	296.4
	法兰	吨/套	18.2	23.7	23.9	24.5
	合计	吨/套	212	289	308	321
单套塔筒原材料	塔筒单位重量 (生产角度)	吨/MW	86.8	85.9	85.4	73.6
		yoy	%	-1.1%	-0.5%	-13.8%
	其中：法兰 (生产角度)	吨/MW	7.46	7.04	6.62	5.62
		yoy	%	-5.6%	-5.9%	-15.1%
	钢板 (生产角度)	吨/MW	79.34	78.84	78.79	67.98
		yoy	%	-0.6%	-0.1%	-13.7%

资料来源：海力风电招股书，民生证券研究院测算（2021H1 的同比基数为 2020A 数据）

2.3 以海力风电供货商为例，恒润获得 5MW 绝大份额

我们以海力风电 2018-2021H1 风电法兰供应商变化趋势来看，公司选用的主要供应商有恒润股份、山东伊莱特、山西金瑞、山西双环、江苏金海、无锡派克、丹东丰能，其中无锡恒润、山东伊莱特、山西金瑞占比较高。

表 3：2018-2021H1 海力风电法兰供应商及采购金额采购单价情况

年份	供应商名称	主要型号 (MW)	采购金额 (万元)	采购单价 (元/吨)	占法兰采购金额比例
2021H1	山西金瑞高压环件有限公司	4.0、5.0	4,041	15,834	35.9%
	江阴市恒润环锻有限公司	4.0、5.0	3,294	19,778	29.2%
	伊莱特能源装备股份有限公司	4.0、5.0	3,269	15,882	29.0%
	无锡派克新材料科技股份有限公司	4	481	18,673	4.3%
	丹东丰能工业股份有限公司	5	176	18,328	1.6%
	合计	-	11,261	16,986	100.0%
2020A	江阴市恒润环锻有限公司	4.0、5.0、5.5	11,130	20,776	43.1%
	伊莱特能源装备股份有限公司	4.0、5.0、5.5	8,606	19,678	33.4%
	山西金瑞光远重工技术集团有限公司	2.2、2.65	4,421	16,323	17.1%
	无锡派克新材料科技股份有限公司	4	655	21,313	2.5%
	山西双环重工集团有限公司	4.0、4.5	423	13,343	1.6%
	合计	-	25,236	19,317	97.8%
2019A	江阴市恒润环锻有限公司	4.0、5.0、5.5	3,455	17,960	33.4%
	伊莱特能源装备股份有限公司	4.5、5.0、6.45	2,535	15,820	24.5%
	山西金瑞高压环件有限公司	2.0、2.5	2,425	10,615	23.5%
	山西双环重工集团有限公司	3.0、4.5	956	13,216	9.2%

	江苏金海新能源科技有限公司	2	955	13,373	9.2%
	合计	-	10,326	14,246	99.9%
2018A	伊莱特能源装备股份有限公司	2.5、3.3、6.45	1,875	13,982	30.7%
	山西金瑞高压环件有限公司	2	1,689	9,811	27.6%
	江阴市恒润环锻有限公司	2.0、2.5、4.2	1,168	12,055	19.1%
	江苏金海新能源科技有限公司	2	795	12,695	13.0%
	山西天宝集团有限公司	2	345	8,117	5.6%
	合计		5,873	11,553	96.0%

资料来源：海力风电招股书，民生证券研究院

从法兰型号来看，4.0MW 以上的主要采购无锡恒润、山东伊莱特及山西双环，但山西双环仅在 2019-2020 年的 4.5MW 有所斩获，2019 年其拿下 4.5MW 的 63.9% 的份额，另外被伊莱特获得，从均价来看，山西双环均价在 1.35 万元/吨，高于伊莱特的 1.25 万元/吨（比山西双环低 7.4%），可能该公司的 4.5MW 产品当年获得了海力风电的认可，但到了 2020 年其仅获得 4.0MW 的认可，份额降至 41.5%，均价降至 1.31 万元/吨，但更大的份额被无锡恒润获取，均价为 1.54 万元/吨（比山西双环高了 17.6%），份额为 58.5%。**从 2018-2021H1 的 5.0MW 供货商来看，基本被无锡恒润、山东伊莱特垄断，其中恒润获得 71.6%-81.3% 的份额，伊莱特因为 2020-2021H1 的均价偏高导致市场份额略有下滑。**

表 4：2018-2021H1 海力风电风电法兰采购情况

企业	时间	海力风电不同采购型号法兰金额占比 (%)						海力风电不同采购型号法兰采购单价 (元/吨)					
		2.0MW	2.5MW	4.0MW	4.2MW	4.5MW	5.0MW	2.0MW	2.5MW	4.0MW	4.2MW	4.5MW	5.0MW
无锡	18A	17.5%	66.2%	-	52.9%	-	80.3%	1.17	1.22	-	1.27	-	1.46
	19A	-	-	-	-	-	79.9%	-	-	-	-	-	1.78
恒润	20A	-	-	-	41.8%	58.5%	71.6%	-	-	-	1.98	1.54	1.78
	21H1	-	-	19.6%	-	-	81.3%	-	-	2.37	-	-	1.76
山东伊莱特	18A	-	33.8%	-	47.1%	-	19.7%	-	1.15	-	1.33	-	1.47
	19A	-	-	-	-	36.1%	20.1%	-	-	-	-	1.25	1.67
	20A	-	-	45.4%	-	-	17.8%	-	-	2.00	-	-	2.19
	21H1	-	-	47.6%	-	-	1.7%	-	-	1.53	-	-	2.19
山西金瑞	18A	45.8%	-	-	-	-	-	0.98	-	-	-	-	-
	19A	67.2%	-	-	-	-	-	1.05	-	-	-	-	-
	20A	-	-	4.7%	-	-	-	-	-	1.85	-	-	-
	21H1	-	-	24.7%	-	-	9.4%	-	-	1.60	-	-	1.47
山西双环	19A	-	-	-	-	63.9%	-	-	-	-	-	1.35	-
	20A	-	-	-	-	41.5%	-	-	-	-	-	1.31	-
江苏金海	18A	21.6%	-	-	-	-	-	1.27	-	-	-	-	-
	19A	32.3%	-	-	-	-	-	1.34	-	-	-	-	-
无锡派克	21H1	-	-	-	8.0%	-	-	-	-	1.87	-	-	-
丹东丰能	21H1	-	-	-	-	-	7.6%	-	-	-	-	-	1.83

资料来源：海力风电招股说明书，民生证券研究院测算

2.4 掌握核心技术，优先布局海上大型法兰起家

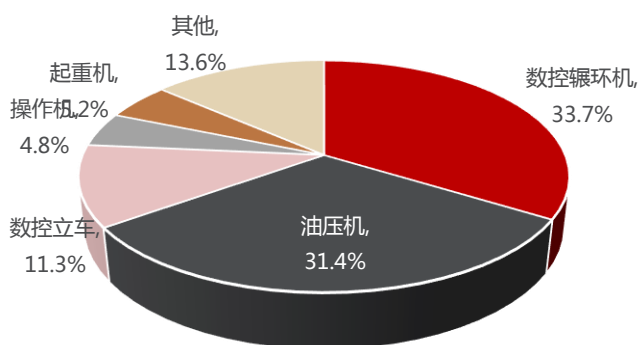
通过十多年的发展，恒润股份已经成为能够提供高品质、高性能辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件的锻造企业，与其自身的不断资金投入、创新能力、生产经验积累、技术储备，以及客户资源的不断开拓与储备密切相关，形成了核心竞争优势。

2.4.1 装备工艺优势：核心设备齐全，掌握关键工艺

辗制环形锻件是指用液压机（油压机）将锻件坯料墩粗、冲孔，然后上辗环机辗制成环形，并根据需要进行热处理和精加工的锻件。其中关键环节为辗环，又称扩孔，是环形件特有的成形方法之一。辗环机辗环时，电动机通过减速箱驱动辗压轮旋转，辗压轮通过它与环形坯件之间的摩擦力拽入毛坯并连续地旋压，环形坯与芯辊之间的摩擦力带动芯辊转动，同时辗压轮与芯辊之间的中心距逐渐缩小，直至变形结束。

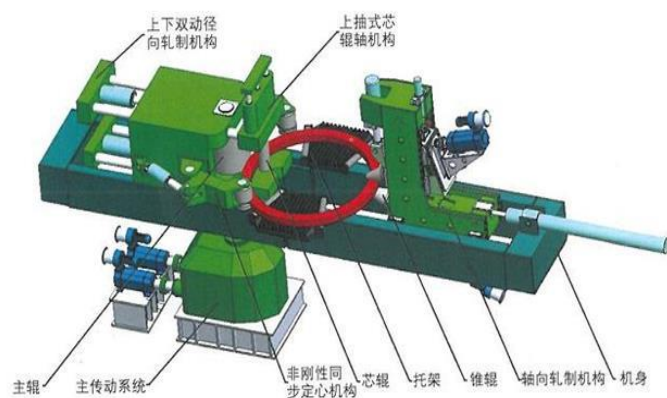
一家具有竞争力的锻造企业，不仅要有先进的装备水平，还需具备较高的加工工艺和管理能力。目前恒润股份拥有油压机、辗环机、空气锤、电液锤及其他各类锻造设备、热处理设备、金加工设备、检测设备等配套设备，可生产从最小的公称直径 DN15 到最大直径 7.5 米各种环形锻件和法兰。锻造企业的加工工艺主要包括设计工艺、投料工艺、加热工艺、锻造成型工艺、热处理工艺、检测工艺等，其中热处理工艺和锻造成型工艺是锻造中较为关键的工艺。恒润股份通过多年在锻造行业积累的经验，已形成成熟的热处理和成型控制技术。针对不同产品、不同机械性能要求，恒润股份可以对锻件各项参数实行精确控制，确保产品以最为经济的方式达到客户的质量标准。

图 18:风电机组用大型精加工锻件生产设备价值量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19:公司核心设备辗环机示意图



资料来源：恒润股份招股书，民生证券研究院

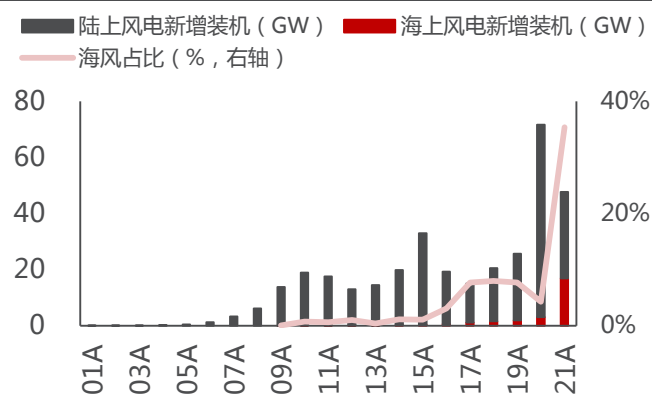
2.4.2 产品优势：优先布局海上，大型化充分受益

恒润股份是国内最早一批给海上风电大功率风机配套塔筒法兰的厂商，已成功给我国第一座海上风电场——上海东海大桥风电场 3.6MW 和 5.0MW 风电样机配套了塔筒法兰。早在 2012 年 5 月，恒润股份即与三星重工签署了 7.0MW 海上风电配套塔筒法兰供货合同，是目前国内较少能制造 7.0MW 及以上海上风电塔筒法兰的企业之一，目前公司已具备量产 9MW 海上风

电塔筒法兰的能力，2021 年公司募资投建海上 12MW 风电法兰项目。

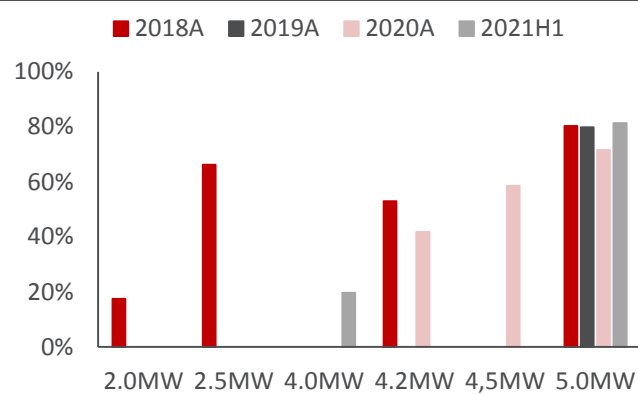
2021 年我国海风新增并网装机 16.9GW，同比增 452.3%，占国内当年新增风电装机比例高达 35.4%，随着 2022 年开始我国海风进入平价时代，海风未来发展趋势较好。从 2022 年海风招标情况来看，目前平均装机已经到了 6MW 以上，也看到了 10MW 机型的安装，13MW 国产机型也已经落地。

图 20:我国新增装机中海风和陆风占比



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

图 21:公司在海力风电不同装机法兰中的市场份额

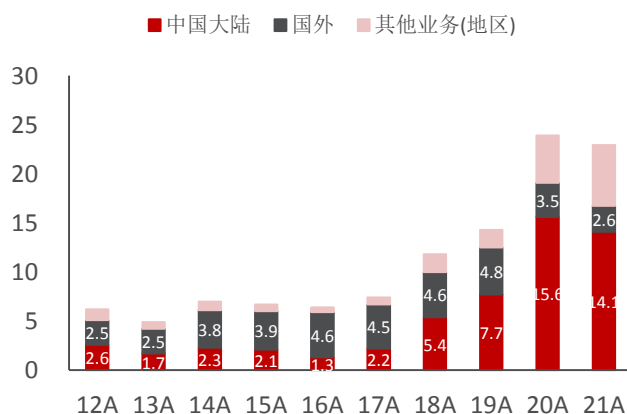


资料来源：海力风电招股书，民生证券研究院

2.4.3 客户优势：依靠海外客户起家，奠定产品高品质

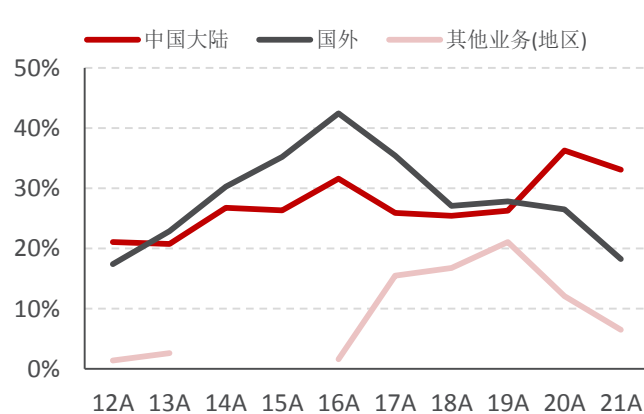
公司经过 10 多年的发展，在欧盟、日本等国家积累了一些优质的客户资源。公司已与德国 EUROFLANSCHGMBH、日本 BORDERLESS Co.,Ltd.等采购商建立了长期稳定的合作关系，为公司业绩的长期稳定增长提供保证。公司已获得欧盟、日本、韩国等国际市场客户的肯定，建立了自己的品牌知名度。公司是维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒、阿尔斯通等国际知名风电设备企业的直接或间接供货商，使公司品牌在欧洲市场获得了广泛认可。公司先后与泰胜风能、天顺风能、上海电气、金风科技、明阳智能等国内知名上市公司建立了良好的合作关系。早在 2014 年，公司即与西门子签署了截至 2018 年的 6MW 海上风电塔筒法兰长期批量供货合同，约定自 2014 年 10 月至 2018 年 9 月，西门子向公司采购 6MW 海上风电塔筒法兰的采购量至少占其实际总需求量的 33%。

图 22:公司不同区域营收结构情况（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23:公司不同区域毛利率情况



资料来源：恒润股份招股书，民生证券研究院

2018年之前,公司重要客户中海外占比远超过国内,2019年开始国内客户贡献收入超过海外,2020年中国大陆客户贡献营收15.6亿元,占整体收入的65.5%。从2014-2020年公司前五大客户占比变化来看,2018年之前前五大客户主要是GE/西门子/BORDERLESS Co.,Ltd./重山/Ambau GmbH。国内的塔筒客户包括天顺、泰胜基本在2017-2018年进入公司的前五大客户行列,同时还有江阴协融贸易、水电四局、江苏风电等客户也基本在2018年开始进入公司前五大客户行列,意味着公司是从2018年开始大力拓展国内客户。2019年开始,之前的海外客户份额越来越低,国内的客户份额越来越高,但Vestas于2019年开始进入公司前五大客户行列。

表5: 2014-2020年恒润股份重要客户营收占比情况

客户	销售金额(万元)						占公司营收比例(%)					
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
GE	7,660	10,535	5,237	-	-	-	11.5%	16.7%	7.1%	-	-	-
西门子	7,667	6,444	10,555	6,389	-	-	11.5%	10.2%	14.3%	5.4%	-	-
BORDERLESS Co.,Ltd.	4,496	5,186	5,903	7,539	-	-	6.7%	8.2%	8.0%	6.4%	-	-
韩国重山	4,121	4,324	7,236	13,963	9,961	-	6.2%	6.9%	9.8%	11.8%	7.0%	-
Ambau GmbH	-	3,461	-	-	-	-	-	5.5%	-	-	-	-
Vestas	-	-	-	-	11,879	13,902	-	-	-	-	8.3%	5.8%
江阴市协融贸易	-	-	-	6,460	11,535	12,352	-	-	-	5.5%	8.1%	5.2%
天顺风能	-	-	3,770	-	9,918	27,946	-	-	5.1%	-	6.9%	11.7%
泰胜风能	-	-	-	6,756	5,735	9,318	-	-	-	5.7%	4.0%	3.9%
中国水电四局	-	-	-	-	3,448	17,145	-	-	-	-	2.4%	7.2%
海力风电	-	-	-	-	2,061	11,732	-	-	-	-	1.4%	4.9%
中船澄西	-	-	-	-	7,412	9,901	-	-	-	-	5.2%	4.2%
福船一帆	-	-	-	-	3,728	9,500	-	-	-	-	2.6%	4.0%
粤水电	-	-	-	-	2,036	8,720	-	-	-	-	1.4%	3.7%
东电重机	-	-	-	-	1,530	7,368	-	-	-	-	1.1%	3.1%
中建五洲	-	-	-	-	770	7,003	-	-	-	-	0.5%	2.9%
合计	23,945	29,950	32,701	41,107	70,012	134,887	36%	48%	44%	35%	49%	57%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

2.4.4 资质优势: 资质齐全, 进入主流头部客户供应商目录

锻造产品主要为设备配套,进入特定的市场或特定的行业,需取得相应的资质认证。目前公司已取得国家质量监督检验检疫总局特种设备制造资格许可证(压力管道元件),还取得了莱茵技术(TUV)ISO9001:2008质量体系认证证书、莱茵技术(TUV)欧盟承压设备(PED97/23/EC和AD2000)指令中法兰制造许可证(PED和AD证书)、日本JIS证书、法国BV风电法兰工厂认证。公司同时拥有挪威(DNV)、美国(ABS)、法国(BV)、意大利(RINA)、中国(CCS)、日本(NK)、韩国(KR)和英国(LR)等船级社认证。

除了以上行业准入资质,很多高端客户还有企业资质认证,客户会根据产品的质量要求,对供应商的人员资质、设备水平、生产条件、检验检测水平、质量控制流程等进行严格的检验,合格后发放认证证书或进入其供应商目录。目前,公司已进入西门子歌美飒、通用电气、

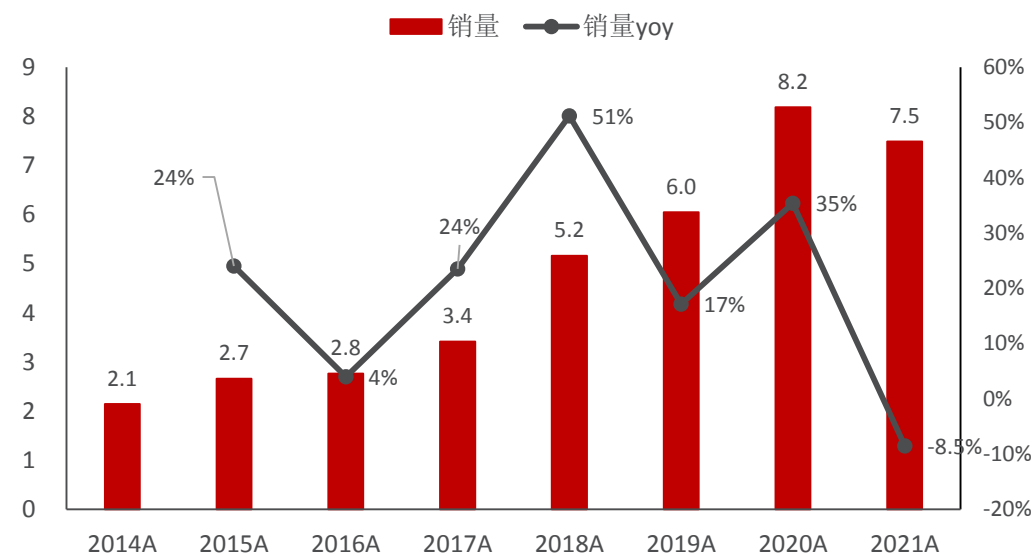
维斯塔斯等相关企业供应商目录。公司取得相关资质认证,不仅使公司进入了一些行业和大型客户的供应商目录,扩大了公司的市场空间,而且提升了公司的形象和地位,进一步增强了市场公信力,有利于公司拓展新的客户。

2.5 扩 5 万吨 12MW 海上风电大型法兰项目

2021年7月,公司发布非公开发行预案,其中拟募资3.62亿元用于投资建设5万吨12MW海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目(预计项目投资总额为5.38亿元),建设期18个月,本项目投资回收期(含建设期18个月)为5.96年,税后内部收益率为24.09%。

目前制约公司海上风电法兰产品生产产能的核心设备辗环机仅有3台,最大加工直径仅为7米,已严重无法满足客户对海上风电产品“数量突增”和“产品大型化”的需求,导致为了满足客户的现实要求,公司辗环设备每天开机时间接近16个小时,设备稼动率达到90%以上,处于“超负荷”运行的状态,该状态不可持续。因此,公司拟通过本次“年产5万吨12MW海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目”的实施,为公司补充大尺寸锻造环节所需的关键设备(10-12米辗环机、10,000吨油压机),一方面,可以有效解决公司目前所面临的产能瓶颈,避免关键设备处于长期超负荷运转;同时,还能进一步提升公司风电大型精加工锻件的生产能力,为公司承接更大兆瓦的海上风电项目提供设备保障。

图 24:恒润股份辗制环形锻件产销量及销量同比增速(万吨)

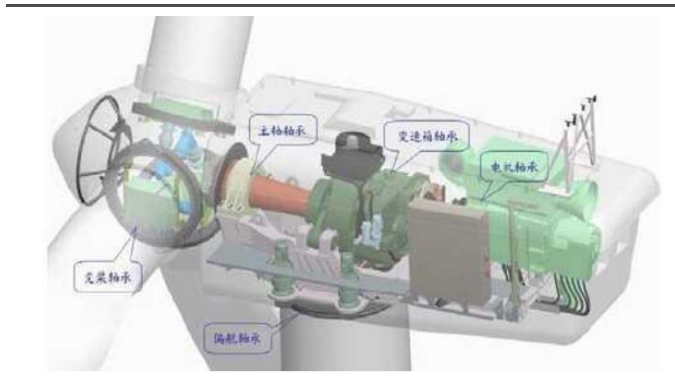


资料来源:公司公告,民生证券研究院

3 风电轴承：国产替代进行时，公司依靠环锻优势切入

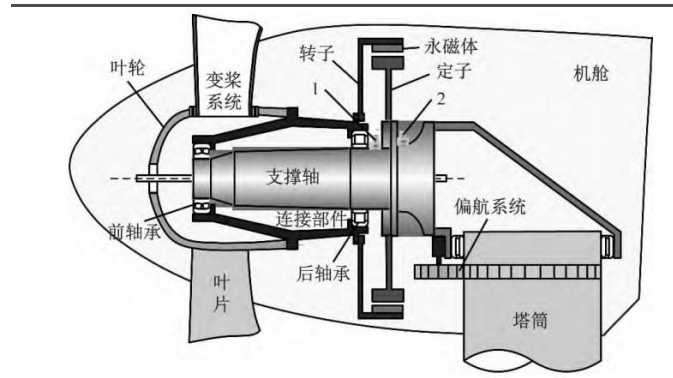
风电轴承是风机所有运动部位的枢纽，作为风机的核心部件，风力发电机的受力和振动情况复杂，必须能够承受巨大的冲击负荷，在腐蚀、风沙、潮湿和低温环境下工作，同时要满足20年使用寿命和高可靠性的要求，这些都对轴承设计制造提出了巨大的挑战。风机可以分为双馈、直驱和半直驱3类，均需要偏航轴承1套、变桨轴承3套，主轴轴承1-3套（根据支撑点的个数不同而不同）。

图 25:双馈式风力发电机示意图



资料来源：新强联招股说明书，民生证券研究院

图 26:直驱式风力发电机示意图



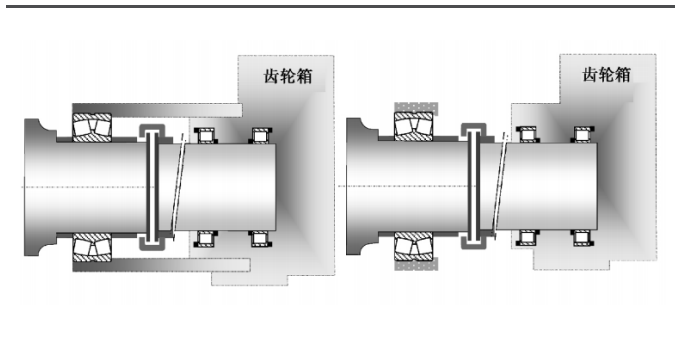
资料来源：《基于多尺度包络谱图的直驱式风电机组轴承故障特征提取》，民生证券研究院

3.1 主轴轴承定制化明显

主轴轴承的选型具有定制性，设计初期方案的确定和选型会对轴承的故障产生巨大的影响

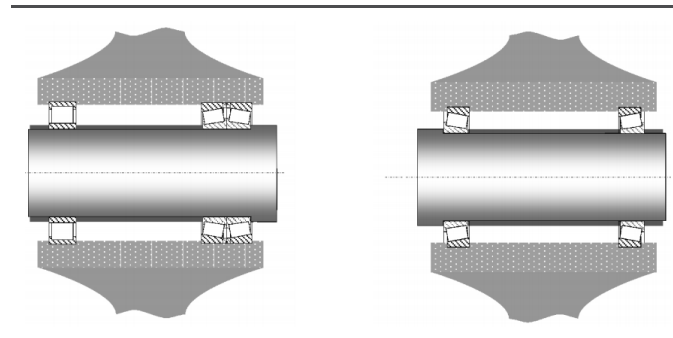
¹。目前，用于兆瓦级风电机组的主轴轴承的形式主要有3点支承的轴承设计和2点支承的轴承设计，其中3点支承的轴承方案主要是球面滚子轴承+2个圆柱滚子轴承的组合，而2点支承的轴承方案又分为球面滚子轴承+调心滚子轴承组合、球面滚子轴承+圆柱滚子轴承组合、双列圆锥滚子轴承+圆柱滚子轴承组合、2个单列圆锥滚子轴承组合（又分长轴和短轴这2种设计方案）面对面的双列圆锥滚子单轴承以及集成设计。

图 27:三点支承：主轴轴承 + 齿轮箱中的轴承



资料来源：《风电机组主轴轴承选型与设计分析》，民生证券研究院

图 28:两点支撑设计



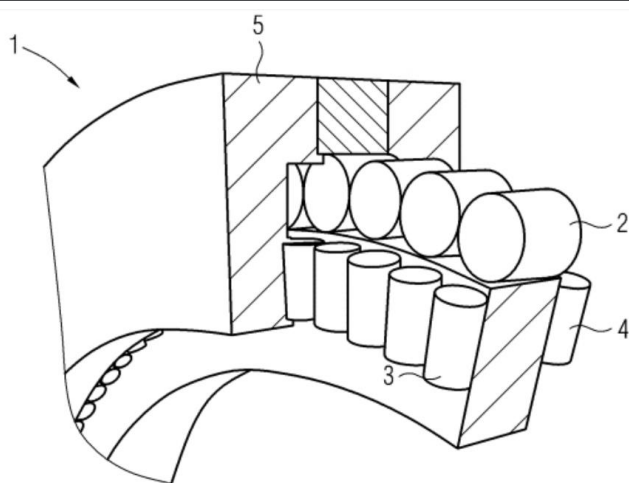
资料来源：《风电机组主轴轴承选型与设计分析》，民生证券研究院

¹ 《兆瓦级风电机组主轴轴承选型及分析》（程林志，曹胜平，刘晓辉）

3.2 三排独立变桨轴承：受益于大型化，未来占比有望提升

三排独立变桨轴承具有三个座圈，滚道各自分开，使得每一排滚柱的负载都能确切地加以确定，能够同时承受各种载荷，能够承受较大的轴向力、径向力、倾覆力矩是其独特优势，适应风机大型化趋势。三排滚子轴承的优点是轴向力由轴向滚子承受，径向力由径向滚子承受，两者互不干涉；滚道易于加工，加工精度可以达到设计理想值；如果安装预紧条件不变，轴承设计制造过程可以确定准确的游隙值，安装后可保证轴承正常工作，同时可保证批量生产的一致性；保持架结构相对简单，加工难度小。

图 29:三排滚子轴承示意图



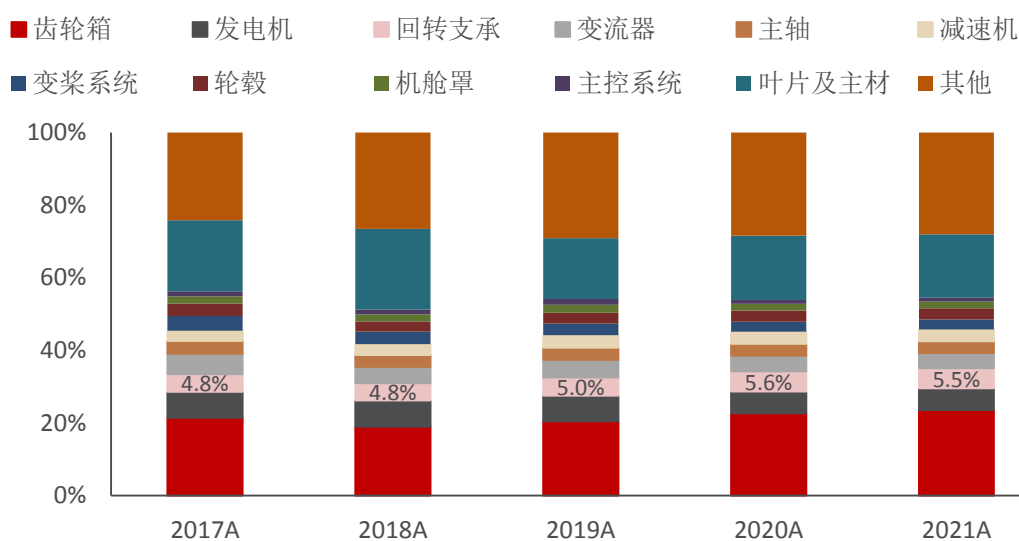
资料来源：技高网，民生证券研究院

三排滚子轴承可以广泛应用于各种工程机械、港口机械、采掘机械、建筑工程机械、灌装机和导弹发射架等大型回转装置上。三排滚子轴承也可用于风电机组的偏航系统和主传动系统。三排滚子轴承在国外 2MW 风力发电机组的主传动系统中已经成功使用过。在国内 5MW 风力发电机组主传动系统中也成功应用过。目前，洛阳新强联已经申请了“一种低摩擦三排圆柱滚子轴承”发明专利，“一种风力发电机组独立变桨的三排圆柱滚子变桨轴承” & “一种三排圆柱滚子变桨轴承的轴向保持架”实用新型专利；成都天马申请了“风电三排圆柱滚子变桨轴承”实用新型专利。

3.3 轴承是风机成本中占比较高且国产化率偏低的部件

根据三一重能披露的招股说明书（上会稿），2018-2021 年公司采购回转支撑金额占原材料成本的比例分别是 4.8%、5.0%、5.6%和 5.5%，仅次于齿轮箱、叶片、发电机。

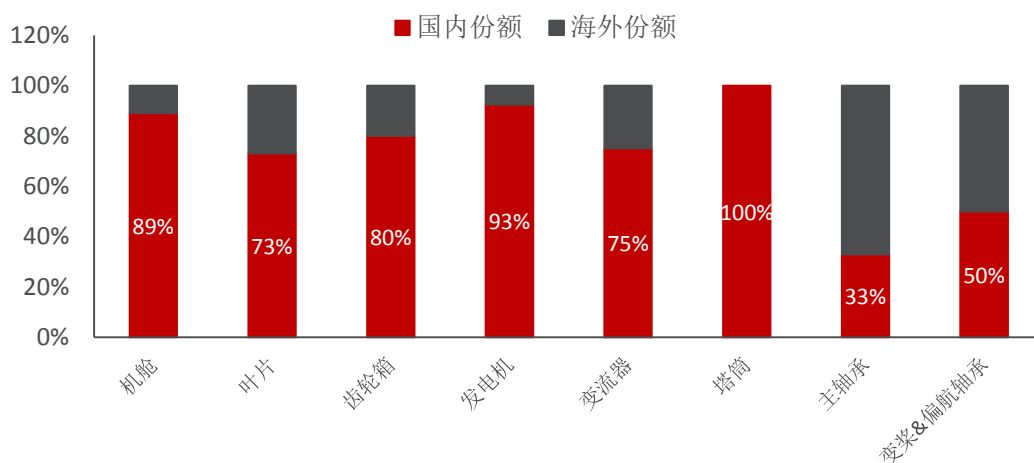
图 30: 三一重能风机及配件业务营业成本原材料明细构成



资料来源：三一重能招股说明书，民生证券研究院

根据 Wood Mackenzie 的数据，截止 2019 年我国风电核心部件中基本都实现了国产化，例如塔筒（国产化率 100%）、发电机（国产化率 93%）、机舱（国产化率 89%）、齿轮箱（国产化率 80%）、变流器（国产化率 75%）、叶片（国产化率 73%），而轴承环节的国产化率相对较低，例如主轴轴承的国产化率仅为 33%，而变桨&偏航轴承国产化率也仅为 50%。

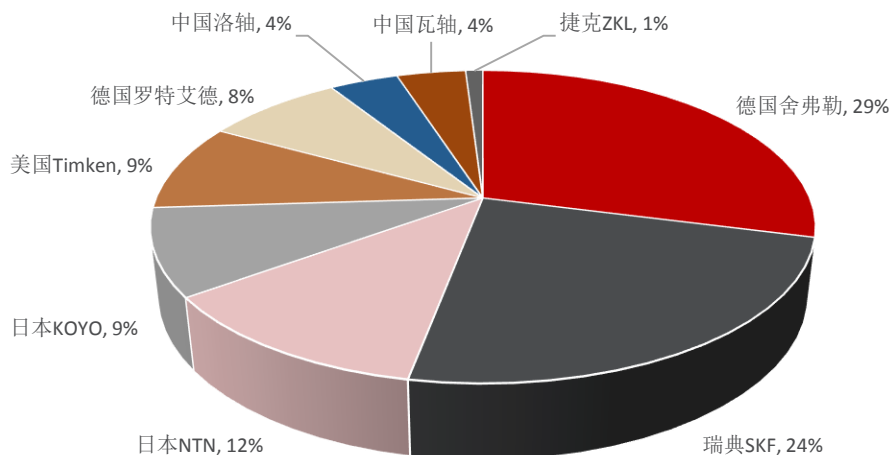
图 31: 2019 年我国风电核心部件里国产化率情况



资料来源：Wood Mackenzie 官网，民生证券研究院

轴承行业市场集中度较高，主要轴承品牌集中在德国、瑞典和日本等国家，近年来以洛轴和瓦轴为代表的国产轴承厂商市场份额虽然较小，但比例在不断提升。

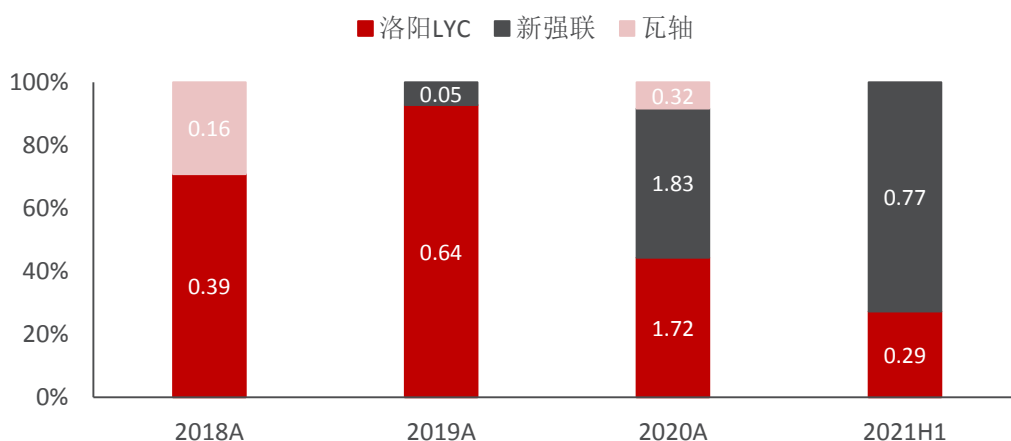
图 32: 2020 年全球风电主轴轴承供应格局情况



资料来源：《Global wind turbine supply chain trends 2020》，民生证券研究院

根据三一重能披露的公告内容，公司回转支撑环节全部国产化，主供应商包含洛阳 LYC、新强联和瓦轴，2018-2019 年洛阳 LYC 占比较高，2020-2021H1 新强联占比开始超越洛阳 LYC，从价格来看，2020 年新强联是三家最便宜的，2021H1 新强联的份额继续提升但价格相对洛阳 LYC 略高一点。

图 33: 2018-2021H1 三一重能回转支撑采购供应商及采购价值情况（单位：亿元）



资料来源：三一重工公告，民生证券研究院

从三一重能的主轴轴承供应商来看，洛阳 LYC 实现了 4MW-5MW 主轴的供货，5MW 目前是唯一供货商，瓦轴实现了 2MW-3MW 的供货，海外供应商为斯凯孚，供货产品在 4MW 及以内。

表 6：三一重能回转支撑及主轴轴承采购单价情况

供应商	年份	回转支撑 (万元/套)			主轴轴承 (万元/个)				
		2MW	2.5MW	3.0MW	2MW	2.5MW	3.0MW	4.0MW	5.0MW
洛阳 LYC	2018A	23.5	30.5	47.8	-	5.3	-	-	-
	2019A	22.4	22.5	42.2	-	6.9	-	-	-
	2020A	-	27.4	44.7	-	8.5	11.6	19.9	-
	2021H1	22.4	-	35.4	-	-	11.9	-	27.9
新强联	年份	2MW	2.5MW	3.0MW	2MW	2.5MW	3.0MW	4.0MW	-
	2018A	-	-	-	-	-	-	-	-
	2019A	-	24.7	38.7	-	-	-	-	-
	2020A	-	26.5	41.6	-	-	-	-	-
	2021H1	22.8	-	35.6	-	-	-	-	-
瓦轴	年份	2MW	2.5MW	3.0MW	2MW	2.5MW	3.0MW	4.0MW	-
	2018A	24.1	-	-	5.3	-	-	-	-
	2019A	-	-	-	5.4	-	-	-	-
	2020A	-	28.0	46.6	5.4	7.8	15.9	-	-
	2021H1	-	-	-	7.01	-	-	-	-
斯凯孚	年份	2MW	2.5MW	3.0MW	2MW	2.5MW	3.0MW	4.0MW	-
	2018A	-	-	-	9.2	13.9	-	-	-
	2019A	-	-	-	9.1	12.0	-	-	-
	2020A	-	-	-	9.1	12.0	16.6	29.2	-
	2021H1	-	-	-	10.4	-	15.8	-	-

资料来源：三一重能公告，民生证券研究院（一般一个机组需要 4 个回转支撑）

根据上表数据，我们整理得出：1) 从价格来看，国内的价格基本比海外价格便宜 19%-44%；2) 洛阳 LYC&瓦轴的主轴轴承单价来看，2.0MW 到 5.0MW 单 MW 售价从 2.9 万元提升至 5.6 万元 (+93.9%)，呈现大型化后单 MW 价值提升的趋势。

表 7：洛阳 LYC&瓦轴主轴轴承单价与斯凯孚主轴轴承单价的比较

指标	单位	2.0MW	2.5MW	3.0MW	4.0MW	5.0MW
洛阳 LYC&瓦轴均价	万元/个	5.8	7.1	13.1	19.9	27.9
斯凯孚均价	万元/个	9.4	12.6	16.2	29.2	-
洛阳 LYC&瓦轴均价相较于斯凯孚便宜幅度	%	39%	44%	19%	32%	-
洛阳 LYC&瓦轴单 MW 售价	万元/MW	2.9	2.8	4.4	5.0	5.6
斯凯孚单 MW 售价	万元/MW	4.7	4.2	4.0	5.8	-

资料来源：三一重能公告，民生证券研究院（均价为 2018-2021H1 均价）

3.4 风电轴承市场：2023 年约 253 亿元

参考三一重能的变桨偏航轴承及主轴轴承的采购单价情况以及新强联的公告内容，我们测

算出中国风电轴承市场的规模可能会从 2021 年的 106 亿元提升至 2023 年的 253 亿元，其中主轴轴承约 111.2 亿元，变桨偏航轴承约 142.3 亿元。从单机 MW 投资来看，主轴轴承和变桨偏航轴承均呈现上行趋势，与大型化带来的影响有关。

表 8：中国风电轴承市场规模测算

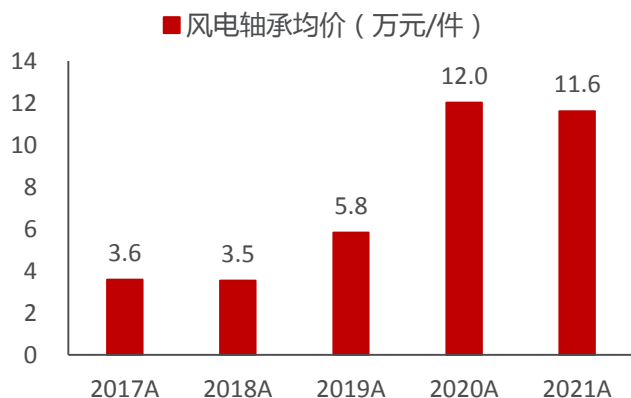
指标	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
新增装机	GW	15.0	20.6	25.7	71.7	47.6	64.0	85.0
陆上	GW	13.9	18.9	23.8	68.6	30.7	60.0	70.0
海上	GW	1.2	1.7	2.0	3.1	16.9	4.0	15.0
新增装机单体规模	MW	2.1	2.2	2.5	2.7	4.0	4.7	6.1
陆上	MW	2.1	2.1	2.4	2.6	3.1	4.5	5.5
海上	MW	3.7	3.8	4.2	4.9	5.6	7.5	9.0
轴承单价	万元/MW	20.1	21.6	19.4	22.5	22.2	28.0	29.8
主轴轴承	万元/MW	9.0	10.6	9.8	9.1	9.5	12.8	13.1
变桨偏航	万元/MW	11.1	11.0	9.6	13.4	12.7	15.2	16.7
轴承市场	亿元	30.2	44.4	49.9	161.6	105.6	178.9	253.4
主轴轴承	亿元	13.5	21.8	25.2	65.4	45.4	81.9	111.2
变桨偏航	亿元	16.7	22.6	24.7	96.2	60.3	97.0	142.3

资料来源：三一重能、新强联公告，民生证券研究院测算

3.5 定增布局 4,000 套风电轴承

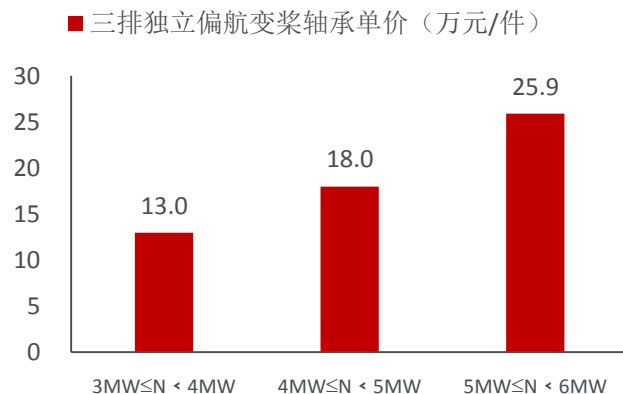
2021 年 7 月，公司公告非公开发行拟募资约 7.55 亿元（项目总投资 11.58 亿元）用于 4000 套大型风电轴承的生产，拟实施主体为公司的全资子公司恒润传动，拟建设地点在江苏省江阴临港经济开发区新能源产业园内，建设期为 18 个月，本项目税后投资回收期（含建设期 18 个月）为 7.50 年，税后内部收益率为 13.95%，具有较好的经济效益。本次定增布局轴承主要为三排独立变桨轴承。参考新强联的三排独立变桨轴承单价可以看出，随着单机规模的增大，单价呈现上行趋势。

图 34:新强联风电轴承均价



资料来源：新强联公告，民生证券研究院

图 35:三排独立变桨偏航轴承单价 (万元/件)



资料来源：新强联公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

按照产品分类，公司主营业务包括碾制环形锻件、风电轴承、锻制法兰及其他自由锻件，其中碾制环形锻件是目前主营业务，风电轴承是今年即将放量的业务，自由锻件预计将在 2024 年新增齿轮箱锻件业务，对上述几块业务假设如下：

碾制环形锻件（即风电法兰业务）：

销量假设：2021 年产能 20 万吨原料，按照原料和产品比例 1.8:1 的关系，即可生产成品约 11 万吨，产量 7.48 万吨，产能利用率 68%，销量 7.49 万吨，产销率 100%；预计 2022 年公司定增扩 5 万吨 12MW 的项目落地，即 2022 年成品产能有望达 16 万吨。考虑到公司风电法兰领域具备竞争力，尤其海上风电，法兰企业供货时间与风机招标时段间隔较短，2022 年是我国海上风电招标大年，因此对于公司产品需求较强。假设 2022-2024 年碾制环形锻件销量分别是 11.2、15.2、18.2 万吨，同比增速分别是 50%、35%和 20%；

单价假设：2018-2021 年碾制环形锻件销售均价分别是 1.31、1.42、1.85、1.70 万元/吨，2018-2020 年均价上行与行业需求较好，2020 年抢装有关，大兆瓦的需求紧缺，2021 年随着抢装潮结束，需求回落，对应均价有所回落，2022 年开始海上需求招标量起量，预计对均价有所支撑，但降价趋势不变，假设 2022-2024 年均价分别为 1.73、1.73、1.68 万元/吨；

毛利率：2018-2021 年碾制环形锻件毛利率分别是 24.9%、28.3%、37.5%、33.4%，2020 年是行业抢装之年，毛利率达到 37.5%，2021 年属于陆上平价第一年，海上招标量不大，同时 2021 年大宗原材料涨价较大，导致毛利率出现下滑，未来看，随着海上需求的崛起，毛利率可能保持提升趋势，但 2022 年属于公司扩产的法兰项目投产第一年，可能存在折旧偏大的情况，预计 2022-2024 年毛利率分别是 31.0%、32.0%、32.0%。

轴承业务：

销量假设：2022 年开始公司募投的轴承业务开始落地贡献营收，募投产能为 4,000 套，预计 2022-2024 年分别销售 600、1,500、2,500 套；

单价假设：，公司选择三排滚子轴承，目前 1 套价格约 52 万元，假设 2022-2024 年主承均价分别是 52、50.4、48.9 万元/套；

毛利率假设：2022 年为轴承业务放量第一年，稳态后毛利率可参考新强联轴承业务毛利率，但 2022 年可能达不到该水平，假设 2022-2024 年毛利率分别是 20%、30%、30%。

锻制法兰及其他自由锻件：

销量假设：2020-2021 年公司自由锻件销量分别是 0.85、1.0 万吨，增速分别是 11%和 14%，相对稳健，预计 2022-2023 年增速均为 10%，2024 年随着公司 10 万吨齿轮箱锻件的落地，可能会呈现加速趋势，给予 100%增速假设，因此 2022-2024 年公司销量分别是 1.1、1.2、2.3 万吨；

单价假设：2018-2021 年公司该产业均价为 3.0、3.5、3.3 万元/吨，假设 2022-2024 年均价保持在 3.3 万元；

毛利率假设：2018-2021 年改业务毛利率分别是 28.0%、29.7%、25.2%和 23.1%，2021 年下滑较多主要因为原材料涨价的影响，预计 2022 年会有所改善，预计提升至 23.6%，2023-2024 年维持在 23.6%。

表 9：恒润股份营收拆分情况

	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	百万元	740.7	1,185.3	1,431.2	2,384.5	2,293.5	3,227.0	4,387.0	5,671.4	
	YoY	%	18%	60%	21%	67%	-4%	41%	36%	29%
其中：辘制环形锻件	百万元	486.9	677.2	858.8	1,514.8	1,270.2	1,943.4	2,623.6	3,053.9	
	YoY	%	12%	39%	27%	76%	-16.1%	53%	35%	16%
锻制法兰及其他自由锻件	百万元	179.2	301.1	245.8	294.6	320.3	352.3	387.5	775.1	
	YoY	%	21%	68%	-18%	20%	9%	10%	10%	100%
变桨偏航轴承业务	百万元						312.0	756.6	1,223.2	
	YoY							143%	62%	
营业成本	百万元	514.1	892.2	1,056.7	1,668.7	1,736.4	2,435.8	3,185.9	4,101.3	
毛利	百万元	226.6	293.2	374.5	715.8	557.1	791.2	1,201.1	1,570.1	
辘制环形锻件	百万元	174.4	168.9	243.3	568.2	423.9	602.5	839.6	977.2	
锻制法兰及其他自由锻件	百万元	40.6	84.4	73.0	74.3	73.8	83.0	91.3	182.5	
变桨偏航轴承业务	百万元						62.4	227.0	367.0	
毛利率(%)	%	30.6%	24.7%	26.2%	30.0%	24.3%	24.5%	27.4%	27.7%	
辘制环形锻件	%	35.8%	24.9%	28.3%	37.5%	33.4%	31.0%	32.0%	32.0%	
锻制法兰及其他自由锻件	%	22.6%	28.0%	29.7%	25.2%	23.1%	23.6%	23.6%	23.6%	
变桨偏航轴承业务	%						20.0%	30.0%	30.0%	

资料来源：新强联公告，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

考虑到恒润股份属于风电设备行业，采用相对估值法里的 PE 估值法，选用东方电缆、大金重工、新强联、禾望电气为对标企业，这里考虑到：①行业：东方电缆、大金重工、恒润股份、禾望电气与新强联均属于风电设备行业；②行业地位：恒润股份处在风电法兰龙头，东方电缆、大金重工、新强联均属于细分领域龙头。2022-2024 年恒润股份 PE 估值分别是 28x/18x/14x，相比可比公司估值处于低位，维持“推荐”评级。

表 10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603606.SH	东方电缆	79.00	1.73	1.94	2.62	46	41	30
002487.SZ	大金重工	43.69	1.04	1.45	2.35	42	30	19
300850.SZ	新强联	89.26	2.65	2.18	2.94	34	41	30
603063.SH	禾望电气	36.69	0.64	0.99	1.37	57	37	27
	平均					45	37	26
603985.SH	恒润股份	28.61	1.00	1.01	1.56	29	28	18

资料来源：wind，民生证券研究院测算；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 7 月 6 日

4.3 投资建议

基于 4.1 的分析过程，我们给予恒润股份 2022-2024 年营收 32.3/43.9/56.7 亿元，同比增速分别为 40.7%、35.9%、29.3%，归母净利润分别是 4.4、6.9、9.1 亿元，同比增速分别是 0.5%、55.0%、31.7%，对应 PE 分别是 28x、18x 和 14x。考虑到公司风电法兰领域的龙头地位，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。随着风电产业的快速发展，近期也涌入一些新的参与者，以无锡派克为代表，不排除行业竞争加剧带来盈利性走低风险。

2) 海上风电招标进度低于预期风险。海上风电的法兰盈利性好于陆上，海上项目的推进进度受到自然条件影响较大，存在低于预期的可能。

3) 项目进度低于预期风险。目前定增扩轴承产能及齿轮箱产能进展受到设备进场时间进度的影响，存在一定不确定。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,293	3,227	4,387	5,671
营业成本	1,736	2,436	3,186	4,101
营业税金及附加	15	21	28	36
销售费用	12	17	24	31
管理费用	80	113	167	216
研发费用	88	124	184	238
EBIT	356	516	798	1,049
财务费用	29	-4	-4	-4
资产减值损失	1	1	1	1
投资收益	178	0	0	0
营业利润	510	516	800	1,053
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	511	516	800	1,053
所得税	71	72	112	147
净利润	440	444	688	906
归属于母公司净利润	442	444	688	906
EBITDA	415	599	922	1,189

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	791	702	711	1,205
应收账款及票据	364	501	684	887
预付款项	24	34	44	57
存货	405	569	743	957
其他流动资产	1,194	1,249	1,316	1,391
流动资产合计	2,779	3,054	3,499	4,497
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产	464	681	1,058	1,218
无形资产	78	78	78	78
非流动资产合计	1,114	1,430	1,807	1,868
资产合计	3,893	4,484	5,306	6,365
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	447	627	820	1,056
其他流动负债	88	124	164	212
流动负债合计	535	751	984	1,267
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	555	771	1,005	1,288
股本	339	441	441	441
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,337	3,713	4,301	5,077
负债和股东权益合计	3,893	4,484	5,306	6,365

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.82	40.70	35.95	29.28
EBIT 增长率	-32.40	44.80	54.76	31.44
净利润增长率	-4.59	0.47	54.96	31.63
盈利能力 (%)				
毛利率	24.29	24.52	27.38	27.68
净利润率	19.17	13.76	15.68	15.97
总资产收益率 ROA	11.35	9.90	12.97	14.23
净资产收益率 ROE	13.24	11.96	15.99	17.84
偿债能力				
流动比率	5.19	4.07	3.55	3.55
速动比率	4.39	3.27	2.75	2.75
现金比率	1.48	0.94	0.72	0.95
资产负债率 (%)	14.27	17.19	18.93	20.23
经营效率				
应收账款周转天数	57.59	57.59	57.59	57.59
存货周转天数	85.07	85.07	85.07	85.07
总资产周转率	0.59	0.72	0.83	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.01	1.56	2.05
每股净资产	7.57	8.42	9.76	11.52
每股经营现金流	0.74	0.86	1.38	1.87
每股股利	0.10	0.15	0.23	0.29
估值分析				
PE	29	28	18	14
PB	3.8	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	28.51	19.88	12.91	9.60
股息收益率 (%)	0.35	0.54	0.79	1.03

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	440	444	688	906
折旧和摊销	58	83	123	139
营运资金变动	-12	-160	-215	-234
经营活动现金流	326	378	609	824
资本开支	-335	-400	-500	-200
投资	-457	0	0	0
投资活动现金流	-778	-400	-500	-200
股权募资	1,454	0	0	0
债务募资	-485	0	0	0
筹资活动现金流	866	-68	-100	-130
现金净流量	404	-89	9	494

插图目录

图 1:公司风电塔筒法兰产品示意图.....	3
图 2:公司其他碾制环形锻件产品示意图.....	3
图 3:公司锻制法兰产品示意图.....	3
图 4:公司自由锻件产品示意图.....	3
图 5:恒润股份股权结构情况.....	4
图 6:恒润股份营收及同比增速情况(亿元).....	5
图 7:恒润股份归母净利润及同比增速情况.....	5
图 8:恒润股份毛利率及净利率情况.....	5
图 9:恒润股份期间费用率情况.....	5
图 10:恒润股份 ROE、ROA、资产负债率情况.....	6
图 11:恒润股份现金流质量情况.....	6
图 12:恒润股份分业务营收构成情况.....	6
图 13:恒润股份分业务毛利率情况.....	6
图 14:恒润股份 2014-2016 年料比情况.....	7
图 15:恒润股份 2014-2016 年废料销量系数.....	7
图 16:全国不同单机容量风电机组新增装机容量占比.....	8
图 17:我国海上和陆上风电单体机组装机规模.....	8
图 18:风电机组用大型精加工锻件生产设备价值量占比.....	11
图 19:公司核心设备辗环机示意图.....	11
图 20:我国新增装机中海风和陆风占比.....	12
图 21:公司在海力风电不同装机法兰中的市场份额.....	12
图 22:公司不同区域营收结构情况.....	12
图 23:公司不同区域毛利率情况.....	12
图 24:恒润股份碾制环形锻件产销量及销量同比增速(万吨).....	14
图 25:双馈式风力发电机示意图.....	15
图 26:直驱式风力发电机示意图.....	15
图 27:三点支承:主轴轴承+齿轮箱中的轴承.....	15
图 28:两点支撑设计.....	15
图 29:三排滚子轴承示意图.....	16
图 30:三一重能风机及配件业务营业成本原材料明细构成.....	17
图 31:2019 年我国风电核心部件里国产化率情况.....	17
图 32:2020 年全球风电主轴轴承供应格局情况.....	18
图 33:2018-2021H1 三一重能回转支撑采购供应商及采购价值情况(单位:亿元).....	18
图 34:新强联风电轴承均价.....	20
图 35:三排独立变桨偏航轴承单价(万元/件).....	20

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1:2021 年 7 月公司非公开发行募投项目情况.....	4
表 2:海上风电塔筒及塔筒原材料指标.....	9
表 3:2018-2021H1 海力风电法兰供应商及采购金额采购单价情况.....	9
表 4:2018-2021H1 海力风电风电法兰采购情况.....	10
表 5:2014-2020 年恒润股份重要客户营收占比情况.....	13
表 6:三一重能回转支撑及主轴轴承采购单价情况.....	19
表 7:洛阳 LYC&瓦轴主轴轴承单价与斯凯孚主轴轴承单价的比较.....	19
表 8:中国风电轴承市场规模测算.....	20
表 9:恒润股份营收拆分情况.....	22
表 10:可比公司 PE 数据对比.....	23
公司财务报表数据预测汇总.....	25

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001