

2022年三季报点评：受行业装机需求较弱影响，Q3业绩短期承压

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,293	2,191	3,639	4,977
同比	-4%	-4%	66%	37%
归属母公司净利润（百万元）	442	173	528	850
同比	-5%	-61%	206%	61%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.00	0.39	1.20	1.93
P/E（现价&最新股本摊薄）	31.40	80.34	26.27	16.32

#业绩不及预期

事件：公司发布2022年三季报。2022年前三季度实现营业收入13.57亿元，同比-21.58%；实现归母净利润5664万元，同比-83.20%。

■ Q3收入端增速转正，看好海风法兰需求反弹&轴承放量

2022Q1-Q3公司实现营业收入13.57亿元，同比-21.58%，出现明显下滑，低于市场预期。我们认为核心原因在于：1)疫情、外部环境影响风电场开工，2022年1-9月国内风电合计新增19.24GW，同比增长15%，可见行业需求增速一般。2)在需求放缓的背景下，下游招标价格竞争激烈，我们判断公司法兰单价也出现了一定同比下降，进一步压制收入端表现。

2022Q3营业收入为5.45亿元，同比+1.29%，同比增速转正，我们判断主要受益于风电需求回暖。2022Q1-Q3我国海风公开招标量达到11.4GW，2021Q1-Q3仅为1GW，同比大幅度提升。展望2023年，随着海上风电装机大幅回升，海风法兰需求有望明显提升；此外，恒润传动产能快速爬坡，轴承业务也有望快速放量，公司2023年收入端有望大幅增长。

■ 轴承业务前期投入较大&投资净收益降低，Q3盈利水平大幅下滑

2022Q3公司归母净利润为1413万元，同比-84.96%；销售净利率为2.59%，同比-14.70pct，环比-4.21pct，盈利水平大幅下滑，低于市场预期。**1)毛利端：**2022Q3销售毛利率为7.36%，同比-11.49pct，是盈利水平大幅下滑的主要原因。我们判断主要系法兰单价同比有所下降，同时原材料成本较高。此外，受军事、台风等影响，海上风电装机低于预期，高毛利海上风电法兰收入占比有一定下滑。2022Q3销售毛利率环比-4.51pct，我们判断主要系恒润传动生产设备计提折旧额度较大。**2)费用端：**2022Q3期间费用率为24.91%，同比-0.56pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.10、+4.09、+3.34和-6.89pct，管理和研发费用率大幅提升，我们判断主要系轴承业务相关人员薪酬支出明显增加。**3)投资净收益**为284万元，2021Q3高达3222万元，大幅下降，也对利润端表现造成一定压制。

■ 风电法兰具备持续扩张潜力，布局风电轴承&齿轮打开成长空间

作为业内少有同时掌握锻件和深加工技术的企业，公司具备平台化持续扩张的潜力。**1)在风电行业内：**①公司海上大功率法兰技术持续突破，9MW已经量产，2021年募投项目将生产能力扩充至12MW，达产年产值达到12.46亿元，夯实公司在风电法兰领域核心竞争力。②2021年募投加码风电轴承&齿轮项目，完善风电产业链布局，达产年产值分别为19.51和24.55亿元，进一步打开成长空间，其中轴承项目基建已基本完工，有望快速放量。**2)此外**，公司产品还广泛应用于石化、金属压力容器、机械等行业，看好公司在产能放宽背景下，在其他领域市场份额快速提升。

2022年10月30日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

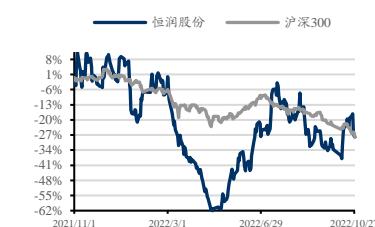
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书：S0600520080001

huangrl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.08
一年最低/最高价	17.69/57.71
市净率(倍)	3.55
流通 A 股市值(百万元)	9,328.78
总市值(百万元)	11,938.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.62
资产负债率(% ,LF)	18.36
总股本(百万股)	440.86
流通 A 股(百万股)	344.49

相关研究

《恒润股份(603985)：2022年中报业绩点评：业绩短期承压，看好下半年量利齐升》

2022-08-18

《恒润股份(603985)：全球化风电塔筒法兰龙头，布局风电轴承&齿轮打开成长空间》

2022-06-09

- **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情影响、以及轴承业务前期投入较高，我们谨慎下调公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 1.73、5.28 和 8.50 亿元。(原值 3.82、6.55 和 9.59 亿元)，当前市值对应动态 PE 分别为 80、26、16 倍。基于公司风电法兰的市场竞争力，以及轴承业务的成长潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 风电行业装机量下滑，原材料价格上涨，市场竞争加剧等。

恒润股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,779	3,050	3,946	5,149	营业收入	2,293	2,191	3,639	4,977
货币资金及交易性金融资产	1,836	2,118	2,504	3,262	营业成本(含金融类)	1,736	1,923	2,921	3,853
经营性应收款项	518	495	826	1,131	税金及附加	15	13	22	30
存货	405	412	585	719	销售费用	12	10	15	20
合同资产	0	0	0	0	管理费用	80	74	120	164
其他流动资产	20	25	32	37	研发费用	88	66	106	139
非流动资产	1,114	1,150	1,182	1,210	财务费用	29	-10	-9	-10
长期股权投资	74	74	74	74	加:其他收益	5	4	7	10
固定资产及使用权资产	464	574	637	675	投资净收益	178	110	182	249
在建工程	168	84	42	21	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	78	79	80	81	减值损失	-10	-25	-33	-40
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	510	203	621	999
其他非流动资产	328	338	348	358	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	3,893	4,200	5,129	6,359	利润总额	511	203	621	1,000
流动负债	535	669	1,070	1,451	减:所得税	71	30	93	150
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	100	200	300	净利润	440	173	528	850
经营性应付款项	447	449	682	900	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	15	29	44	58	归属母公司净利润	442	173	528	850
其他流动负债	73	92	144	193					
非流动负债	20	20	20	20	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.00	0.39	1.20	1.93
长期借款	0	0	0	0	EBIT	356	104	455	771
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	415	161	516	836
租赁负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	20	20	20	20					
负债合计	555	690	1,090	1,471	毛利率(%)	24.29	12.20	19.71	22.58
归属母公司股东权益	3,337	3,510	4,038	4,888	归母净利率(%)	19.27	7.88	14.52	17.08
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,337	3,510	4,038	4,888	收入增长率(%)	-3.82	-4.48	66.10	36.77
负债和股东权益	3,893	4,200	5,129	6,359	归母净利润增长率(%)	-4.59	-60.92	205.85	60.91

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	326	167	201	509	每股净资产(元)	9.84	10.35	11.91	14.41
投资活动现金流	-778	-83	39	131	最新发行在外股份(百万股)	441	441	441	441
筹资活动现金流	866	99	96	93	ROIC(%)	11.25	2.55	9.86	13.90
现金净增加额	404	182	336	733	ROE-摊薄(%)	13.24	4.92	13.08	17.39
折旧和摊销	58	57	61	65	资产负债率(%)	14.27	16.42	21.26	23.14
资本开支	-335	-83	-83	-83	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.40	80.34	26.27	16.32
营运资本变动	-12	7	-289	-248	P/B(现价)	3.20	3.04	2.64	2.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>