

恒润股份 (603985.SH)

增持 (维持评级)

至暗时刻已过，看好中长期业绩弹性

业绩简评

1月30日公司披露22年度业绩预告，22年公司实现归母净利润0.85-1.15亿元，同比减少73.98%-80.77%。其中，Q4公司实现净利润0.28-0.58亿元，同比减少44.76%-73.33%。22年受疫情及风电场开工审慎影响，公司及主要子公司生产及销售不及预期，同时子公司恒润传动前期处于建设期，费用开支较大，目前风电轴承产能尚处于爬坡期，对公司利润贡献较小。

经营分析

受益23年下游装机高景气，大兆瓦法兰产品单价有望上涨，带动公司盈利能力底部回升。法兰产品价格主要受市场供需情况影响，22年受疫情、外部环境以及下游需求放缓等因素影响，公司风电塔筒法兰产品订单减少，价格下降，导致风电塔筒法兰毛利率下降。展望23年，随着海上风电装机大幅回升，公司作为国内大兆瓦风电法兰龙头，有望充分受益。目前公司海上大功率法兰技术持续突破，21年募投项目将生产能力扩充至12MW。公司在风电法兰领域核心竞争力持续增强，根据我们测算，公司占国内风电塔筒法兰市场份额有望从21年的21%持续提升至24年27%左右。预计公司定制化、高毛利率的海上大兆瓦风电法兰产品结构持续优化，23-24年风电辗制法兰毛利率有望达27.3%、30.2%，带动公司整体盈利能力回升。

公司拓展高附加值风电轴承产品，23年业绩有望高增。公司拟借助自身锻件领域加工工艺、装备资源等优势，顺势切入轴承、齿轮领域。公司目前已与头部主机厂合作开发独立变桨轴承，产品已于3Q22末开始小批量交付。23年伴随海外无软带淬火设备落地后，主轴轴承有望开始放量。我们预计23年、24年轴承将贡献9.7、17.8亿元左右业绩收入，占比同期公司总营收的27.1%、34.8%；齿轮项目有望24年实现3亿元业绩增量。

盈利预测、估值与评级

公司作为风电塔筒法兰龙头，有望充分受益风机大型化趋势，市场份额持续提升，同时公司积极布局风电轴承和齿轮箱锻件业务，有望打造第二成长曲线。我们维持公司22/23/24年归母净利润分别为1.12/4.38/7.32亿元，公司股票现价对应PE估值为97/29/18倍，维持“增持”评级。

风险提示

下游风电装机不及预期、公司产能扩张及新产品研发不及预期、原材料价格上涨、限售股解禁风险、股权质押及减持风险、汇率波动风险。

机械组

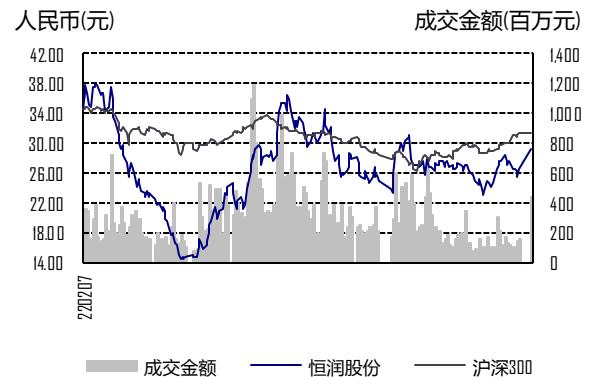
分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 29.15元

相关报告:

1. 《风电法兰龙头，新布局迎来新起点-恒润股份首次覆盖》，2022.12.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,385	2,293	2,193	3,639	5,125
营业收入增长率	66.61%	-3.82%	-4.38%	65.92%	40.85%
归母净利润(百万元)	463	442	112	438	732
归母净利润增长率	458.52%	-4.59%	-74.62%	290.20%	67.27%
摊薄每股收益(元)	2.272	1.303	0.254	0.993	1.660
每股经营性现金流净额	1.19	0.96	0.06	0.63	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.42%	13.24%	3.29%	11.93%	17.15%
P/E	14.53	40.99	97.10	29.37	17.56
P/B	4.42	5.43	3.20	3.50	3.01

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,431	2,385	2,293	2,193	3,639	5,125
增长率	66.6%	-3.8%	-4.4%	65.9%	40.8%	
主营业务成本	-1,057	-1,669	-1,736	-1,930	-2,884	-3,920
%销售收入	73.8%	70.0%	75.7%	88.0%	79.3%	76.5%
毛利	374	716	557	263	754	1,205
%销售收入	26.2%	30.0%	24.3%	12.0%	20.7%	23.5%
营业税金及附加	-9	-13	-15	-13	-22	-31
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-63	-13	-12	-11	-18	-27
%销售收入	4.4%	2.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-49	-66	-80	-68	-113	-159
%销售收入	3.4%	2.8%	3.5%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-60	-99	-88	-66	-109	-154
%销售收入	4.2%	4.2%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	194	524	361	106	492	835
%销售收入	13.6%	22.0%	15.8%	4.8%	13.5%	16.3%
财务费用	-16	-26	-29	-1	-5	-1
%销售收入	1.1%	1.1%	1.3%	0.0%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-106	-20	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	75	5	0	0	0
投资收益	1	-8	178	22	22	22
%税前利润	0.8%	n.a.	34.9%	16.7%	4.3%	2.6%
营业利润	77	551	510	132	515	861
营业利润率	5.4%	23.1%	22.2%	6.0%	14.1%	16.8%
营业外收支	-1	-1	1	0	0	0
税前利润	76	550	511	132	515	861
利润率	5.3%	23.1%	22.3%	6.0%	14.1%	16.8%
所得税	-20	-93	-71	-20	-77	-129
所得税率	26.4%	16.9%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	56	457	440	112	438	732
少数股东损益	-27	-6	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	83	463	442	112	438	732
净利率	5.8%	19.4%	19.3%	5.1%	12.0%	14.3%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	298	295	791	718	631	738
应收账款	475	566	498	509	844	1,189
存货	372	534	405	582	790	1,074
其他流动资产	37	119	1,085	897	911	927
流动资产	1,183	1,514	2,779	2,705	3,176	3,927
%总资产	60.7%	56.3%	71.4%	63.2%	65.7%	69.4%
长期投资	25	383	128	128	128	128
固定资产	548	588	633	769	842	906
%总资产	28.1%	21.9%	16.3%	18.0%	17.4%	16.0%
无形资产	157	138	79	108	106	105
非流动资产	767	1,174	1,114	1,575	1,657	1,729
%总资产	39.3%	43.7%	28.6%	36.8%	34.3%	30.6%
资产总计	1,949	2,688	3,893	4,280	4,833	5,656
短期借款	252	521	0	255	201	61
应付款项	340	305	454	487	728	990
其他流动负债	81	211	81	115	218	320
流动负债	674	1,037	535	857	1,147	1,370
长期贷款	72	50	0	0	0	0
其他长期负债	30	55	20	17	17	17
负债	776	1,142	555	874	1,164	1,387
普通股股东权益	1,143	1,522	3,337	3,406	3,669	4,268
其中：股本	146	204	339	441	441	441
未分配利润	440	796	1,129	1,196	1,459	2,058
少数股东权益	31	24	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,949	2,688	3,893	4,280	4,833	5,656

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.570	2.272	1.303	0.254	0.993	1.660
每股净资产	7.849	7.468	9.841	7.726	8.321	9.682
每股经营现金净流	0.193	1.190	0.960	0.064	0.631	1.162
每股股利	0.500	0.400	0.100	0.102	0.397	0.300
回报率						
净资产收益率	7.26%	30.42%	13.24%	3.29%	11.93%	17.15%
总资产收益率	4.25%	17.23%	11.35%	2.62%	9.05%	12.94%
投入资本收益率	9.53%	20.36%	9.32%	2.45%	10.82%	16.40%
增长率						
主营业务收入增长率	20.74%	66.61%	-3.82%	-4.38%	65.92%	40.85%
EBIT增长率	33.88%	169.60%	-31.07%	-70.77%	366.19%	69.63%
净利润增长率	-33.57%	458.52%	-4.59%	-74.62%	290.20%	67.27%
总资产增长率	9.85%	37.91%	44.79%	9.95%	12.92%	17.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.4	51.0	55.0	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	128.8	99.1	98.7	110.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	55.2	33.0	34.9	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	134.9	87.5	73.9	93.3	59.6	44.0
偿债能力						
净负债/股东权益	2.24%	13.06%	-55.03%	-38.40%	-34.75%	-35.67%
EBIT利息保障倍数	12.3	20.4	12.5	152.2	106.7	720.1
资产负债率	39.80%	42.47%	14.27%	20.42%	24.09%	24.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-16	增持	25.85	34.74~34.74

来源：国金证券研究所

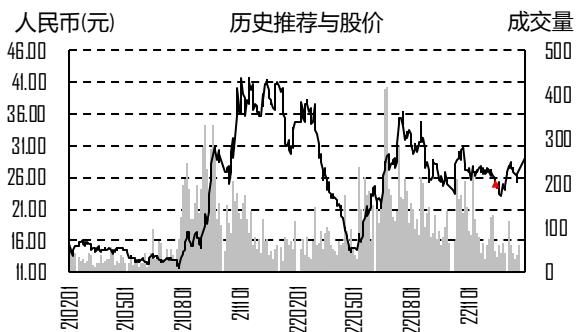
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402
