

恒润股份 (603985.SH)

2022 年报点评：业绩短期承压，同比下降 79%，风电轴承业务快速增长

买入

核心观点

2022 年收入同比下降 15.20%，归母净利润同比下降 78.55%。公司 2022 年实现营收 19.45 亿元，同比下降 15.20%；归母净利润 0.95 亿元，同比下降 78.55%，公司 2022 年毛利率/净利率分别为 10.93%/4.87%，同比减少 13.36/14.30 个 pct，盈利能力下降主要系风电法兰产品订单减少，价格下降，导致风电塔筒法兰毛利率降所致。业绩下降主要系：1) 2022 年全国风电新增装机容量出现阶段性下降，风电机组招标价格下降，竞争加剧，获利空间受到挤压；2) 风电轴承产线处于建设期，产能尚处于爬坡期。2022 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.48%/3.29%/-0.77%/2.97%，同比变动 -0.06/-0.21/-2.03/-0.88 个 pct，期间费用率同比下滑 2.3 个 pct。

公司是国内风电塔筒法兰龙头，新拓轴承业务快速增长。公司是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。**分产品看**，辗制环形锻件/锻制法兰/其他自由锻件/风电轴承 2022 年营收分别为 9.98/2.50/0.44/1.12 亿元，同比变动-21.38%/-13.02%/+33.35%/+100%，风电轴承涨幅较大主要系子公司恒润传动新研发的三排独立变桨轴承实现批量生产、销售。**分地区看**，公司 2022 年内销/外销分别实现 7.90/6.14 亿元，同比变动-44.06%/+133.79%，海外收入大幅上升。

募投项目持续推进，支撑公司未来增长。风电塔筒法兰方面，公司顺应风电行业趋势和市场需求，着力大兆瓦风电塔筒法兰的研发与生产，恒润环锻现有厂区 10MW 及以上风电塔筒法兰实现批量生产，完成了从 7MW 向 9MW 至 12MW 技术升级。**风电轴承方面**，“年产 4000 套大型风电轴承生产线项目”于 2022 年 7 月投入使用，恒润传动新产品 6MW 三排独立变桨轴承于第四季度实现批量生产，8MW 独立变桨轴承处于台架试验认证阶段，公司完成风电轴承从零到 150 套/月产能爬坡，标志着公司产业链升级取得成功。此外，公司“年产 5 万吨 12MW 海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目”项目进度延期至 2023 年 12 月；“年产 10 万吨齿轮锻件及深加工项目”预计 2023 年 12 月完工。

风险提示：新项目投产不及预期；产业政策变化的风险；原材料价格波动风险。

投资建议：公司在风电塔筒领域优势地位稳固，切入风电轴承业务打开增量空间，考虑到风电开工谨慎，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 3.75/6.11/8.00 亿元（23/24 前值为 4.31/7.31），对应 PE 值 24/14/11 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,293	1,945	3,416	4,787	6,025
(+/-%)	-3.8%	-15.2%	75.7%	40.1%	25.9%
净利润(百万元)	442	95	375	611	800
(+/-%)	-4.6%	-78.5%	295.7%	62.9%	30.9%
每股收益(元)	1.30	0.22	0.85	1.39	1.81
EBIT Margin	15.8%	3.9%	9.4%	12.5%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	2.8%	10.3%	15.0%	17.4%
市盈率 (PE)	15.3	92.9	23.5	14.4	11.0
EV/EBITDA	17.5	78.5	23.3	14.1	10.8
市净率 (PB)	2.03	2.59	2.41	2.16	1.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：年亚颂

0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.29 元
总市值/流通市值	8945/8945 百万元
52 周最高价/最低价	37.34/17.69 元
近 3 个月日均成交额	153.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《恒润股份 (603985.SH) - 2022 三季报点评：风电塔筒法兰龙头，业绩短期承压，同比下降 83%》——2022-10-31
《恒润股份 (603985.SH) - 2022 年半年报点评：风电塔筒法兰龙头，静待下半年企稳修复》——2022-08-22

图1：恒润股份 22 营业收入同比下降 15.20%



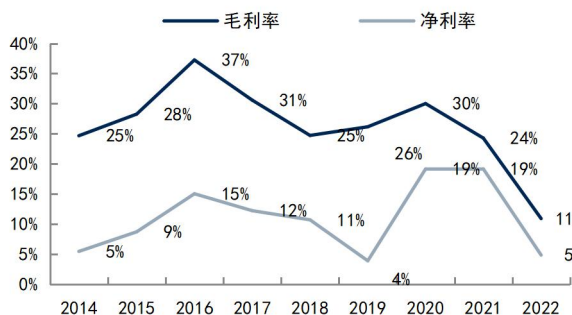
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：恒润股份 22 归母净利润同比下降 78.55%



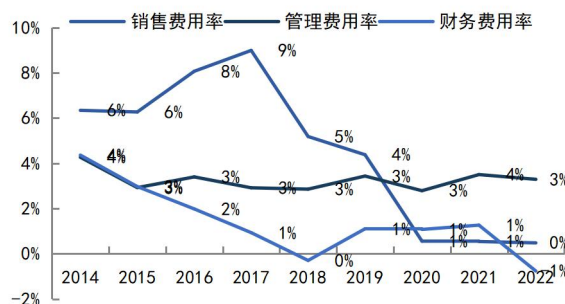
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恒润股份盈利能力有所下降



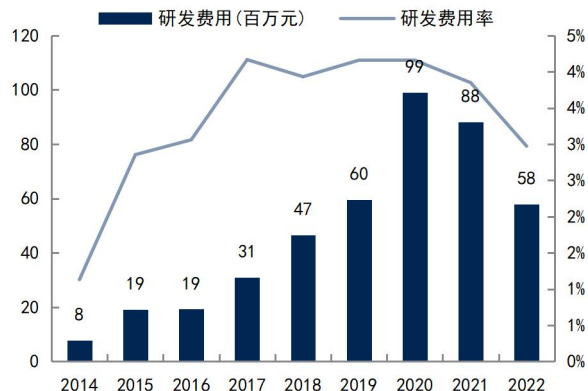
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恒润股份期间费用率有所下降



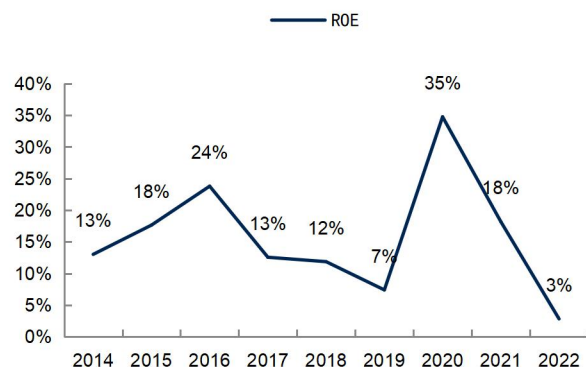
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：恒润股份研发费用率下降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：恒润股份 ROE 有所下降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司相对估值

证券代码	证券简称	投资评级	总股本（亿股）	总市值（亿元）	收盘价	EPS				PE			
						2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
300850	新强联	未评级	3.30	137.32	41.65	1.08	0.96	2.20	3.08	38.56	43.39	18.97	13.51
002487	大金重工	未评级	6.38	193.68	30.37	3.26	0.87	2.22	3.66	9.32	34.91	13.66	8.29
603218	日月股份	未评级	10.31	211.98	20.56	0.85	0.31	0.81	1.11	24.19	66.32	25.49	18.50
002531	天顺风能	未评级	18.03	233.61	12.96	1.63	0.37	0.98	1.35	7.95	35.03	13.19	9.62
平均值										20.00	44.91	17.83	12.48
603985	恒润股份	买入	4.41	88.04	19.97	1.30	0.22	0.85	1.39	15.33	92.87	23.47	14.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：新强联、大金重工、日月股份、天顺风能为Wind一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	791	1195	1023	929	957	营业收入	2293	1945	3416	4787	6025
应收款项	369	571	677	1042	1425	营业成本	1736	1732	2848	3858	4742
存货净额	405	619	859	1141	1506	营业税金及附加	15	6	17	21	25
其他流动资产	169	163	346	413	545	销售费用	12	9	19	23	30
流动资产合计	2779	2547	2906	3524	4432	管理费用	80	64	110	144	189
固定资产	633	1308	1547	1818	2087	研发费用	88	58	101	142	179
无形资产及其他	78	107	103	98	94	财务费用	29	(15)	(21)	(18)	(13)
投资性房地产	330	269	269	269	269	投资收益	178	29	66	91	62
长期股权投资	74	83	83	83	83	资产减值及公允价值变动	3	9	36	16	20
资产总计	3893	4314	4907	5793	6966	其他收入	(92)	(71)	(101)	(142)	(179)
短期借款及交易性金融负债	0	81	201	94	381	营业利润	510	116	445	724	956
应付款项	447	732	786	1376	1664	营业外净收支	1	(1)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	88	73	233	223	288	利润总额	511	115	445	724	955
流动负债合计	535	886	1220	1693	2333	所得税费用	71	20	70	113	155
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	0	0	0	0
其他长期负债	20	30	30	22	23	归属于母公司净利润	442	95	375	611	800
长期负债合计	20	30	30	22	23	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	555	917	1251	1715	2356	净利润	442	95	375	611	800
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(21)	10	6	3	3
股东权益	3337	3398	3656	4077	4609	折旧摊销	57	49	109	145	172
负债和股东权益总计	3893	4314	4907	5793	6966	公允价值变动损失	(3)	(9)	(36)	(16)	(20)
						财务费用	29	(15)	(21)	(18)	(13)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	81	(60)	(309)	(139)	(524)
每股收益	1.30	0.22	0.85	1.39	1.81	其它	19	(10)	(6)	(3)	(3)
每股红利	0.31	0.08	0.26	0.43	0.61	经营活动现金流	575	74	140	602	428
每股净资产	9.84	7.71	8.29	9.25	10.46	资本开支	0	(741)	(314)	(399)	(419)
ROIC	14.39%	2.72%	8%	14%	16%	其它投资现金流	(1045)	1045	0	0	0
ROE	13.24%	2.79%	10%	15%	17%	投资活动现金流	(786)	294	(314)	(399)	(419)
毛利率	24%	11%	17%	19%	21%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	4%	9%	13%	14%	负债净变化	(50)	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	6%	13%	16%	17%	支付股利、利息	(106)	(36)	(117)	(190)	(268)
收入增长	-4%	-15%	76%	40%	26%	其它融资现金流	1030	107	120	(107)	287
净利润增长率	-5%	-79%	296%	63%	31%	融资活动现金流	709	34	3	(297)	19
资产负债率	14%	21%	25%	30%	34%	现金净变动	497	403	(172)	(94)	28
股息率	1.2%	0.4%	1.3%	2.2%	3.0%	货币资金的期初余额	295	791	1195	1023	929
P/E	15.3	92.9	23.5	14.4	11.0	货币资金的期末余额	791	1195	1023	929	957
P/B	2.0	2.6	2.4	2.2	1.9	企业自由现金流	0	(690)	(243)	114	(51)
EV/EBITDA	17.5	78.5	23.3	14.1	10.8	权益自由现金流	0	(583)	(105)	22	247

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032