安信证券 ESSENCE SECURITIES

2023 年 04 月 30 日
恒润股份(603985.SH)

公司快报

证券研究报告

基础件

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	25 元
股价 (2023-04-28)	20.05 元

盈利边际改善，期待新产品贡献利润增量

事件：公司发布一季报，2023 年 Q1，实现营业收入 4.33 亿元，同比+16.36%，归母净利润 0.29 亿元，同比+131.61%。

收入端实现同比稳步增长，法兰量价齐升逻辑初步兑现，轴承新产品贡献收入增量。从行业角度来看，根据金风科技官网数据，2022 年风电新增公开招标 98.5GW，同比+82%，其中陆海风分别新增 83.8、14.7GW，分别同比+63%、+427%，考虑到风电装机周期，2022 年招标高景气对于 2023 年新增装机加速向上起到一定指引性作用。**从公司角度看，①风电法兰：**随风电项目开工复苏，需求向上，法兰整体量价水平有所提升；**②风电轴承：**新产品贡献一定收入增量，考虑到风电装机淡季，新增出货可能较少，主要系 2022Q4 出货延后的收入确认。展望 2023 年全年，我们预计进入下半年装机旺季后，公司有望迎来收入、利润加速向上拐点，一方面高价格大尺寸海风法兰出货占比有望提升，彰显公司产能/加工优势；另一方面，轴承项目完成产能爬坡后，伴随出货增加有望体现规模化效应。

原材料成本下行促进盈利边际改善，仍存在结构改善空间：2023 年 Q1，公司整体毛利率 14.25%，同比+2.84pct，环比+1.01pct；净利率 6.76%，同比+3.36pct，同比+0.27pct。从费用端来看，期间费用率为 6.26%，同比-1.40pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.05、-0.19、+0.43、-1.59pct，整体费用控制保持良好。我们判断，盈利改善主要系钢材成本下行叠加法兰价格修复，核心业务风电法兰毛盈利能力率先修复；全年来看，海风法兰出货占比有望提升，轴承项目规模化效应显现后贡献利润增量，产品结构优化有望进一步提升盈利能力。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 38.0/53.7/70.1 亿元，同比增速分别为 95.6%/41.2%/30.5%，归母净利润分别为 4.1/6.6/9.5 亿元，同比增速分别为 331.1%/62.7%/43.3%，对应 PE 分别为 22/13/9 倍。海风法兰优势突出具备扩张潜力，轴承/齿轮深加工项目打开成长空间，盈利水平预期修复，按分部估值法，2023 年分别给予法兰、轴承业务 20、35 倍 PE，综合 PE 约 26.9 倍，对应 6 个月目标价约 25 元，维持“买入-A”评级。

交易数据

总市值(百万元)	8,839.20
流通市值(百万元)	8,839.20
总股本(百万股)	440.86
流通股本(百万股)	440.86
12 个月价格区间	18.71/36.38 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.4	-20.7	4.4
绝对收益	-11.7	-24.3	7.2

郭倩倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

高杨洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1450523030001
gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，中长期成长空间充分	2023-04-16
业绩短期承压，静待轴承新业务释放业绩弹性	2022-10-28

本报告版权属于安信证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

风险提示：行业新增装机不及预期；大尺寸法兰出货不及预期；新产品出货不及预期；募投项目投入导致费用开支较大；原材料成本上行风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	22.9	19.4	38.0	53.7	70.1
净利润	4.4	0.9	4.1	6.6	9.5
每股收益(元)	1.00	0.22	0.93	1.51	2.16
每股净资产(元)	7.57	7.71	8.53	9.94	11.97

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	20.0	93.2	21.6	13.3	9.3
市净率(倍)	2.6	2.6	2.4	2.0	1.7
净利润率	19.3%	4.9%	10.7%	12.4%	13.6%
净资产收益率	13.2%	2.8%	10.9%	15.2%	18.0%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.6%
ROIC	27.2%	7.1%	18.0%	20.0%	34.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	22.9	19.4	38.0	53.7	70.1
减:营业成本	17.4	17.3	31.6	42.9	54.2
营业税费	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
销售费用	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
管理费用	0.8	0.6	1.1	1.5	1.9
研发费用	0.9	0.6	1.1	1.6	2.1
财务费用	0.3	-0.1	-0.5	-0.1	0.1
资产减值损失	-	-	-	-	-0.5
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-
投资和汇兑收益	1.8	0.3	0.4	0.4	0.4
营业利润	5.1	1.2	4.7	7.7	11.0
加:营业外净收支	-	-	-	-	-
利润总额	5.1	1.1	4.7	7.7	11.0
减:所得税	0.7	0.2	0.6	1.0	1.5
净利润	4.4	0.9	4.1	6.6	9.5

财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入增长率	-3.8%	-15.2%	95.6%	41.2%	30.5%
营业利润增长率	-7.4%	-77.4%	309.4%	62.6%	43.3%
净利润增长率	-4.6%	-78.5%	331.1%	62.7%	43.3%
EBITDA 增长率	-10.8%	-73.0%	187.9%	74.2%	57.7%
EBIT 增长率	-11.1%	-79.1%	269.0%	80.1%	60.9%
NOPLAT 增长率	-3.1%	-82.1%	335.7%	80.1%	47.6%
投资资本增长率	-31.4%	72.1%	61.9%	-13.3%	45.7%
净资产增长率	115.8%	1.8%	10.7%	16.6%	20.5%
利润率					
毛利率	24.3%	10.9%	16.9%	20.1%	22.7%
营业利润率	22.2%	5.9%	12.4%	14.3%	15.7%
净利润率	19.3%	4.9%	10.7%	12.4%	13.6%
EBITDA/营业收入	26.1%	8.3%	12.3%	15.1%	18.3%
EBIT/营业收入	23.7%	5.8%	11.0%	14.0%	17.3%
运营效率					
固定资产周转天数	81	118	82	65	54
流动营业资本周转天数	87	88	109	101	97
流动资产周转天数	337	493	338	338	341
应收帐款周转天数	55	84	90	90	90
存货周转天数	74	95	83	80	79
总资产周转天数	517	760	508	463	439
投资资本周转天数	226	295	250	204	178
投资回报率					
ROE	13.2%	2.8%	10.9%	15.2%	18.0%
ROA	11.3%	2.2%	6.4%	9.0%	9.8%
ROIC	27.2%	7.1%	18.0%	20.0%	34.0%
费用率					
销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用率	3.5%	3.3%	3.0%	2.8%	2.7%
研发费用率	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	1.3%	-0.8%	-1.4%	-0.3%	0.2%
四费/营业收入	9.2%	6.0%	5.1%	6.0%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	14.3%	21.2%	41.5%	40.7%	45.7%
负债权益比	16.6%	27.0%	70.9%	68.7%	84.0%
流动比率	5.19	2.87	2.52	2.24	2.86
速动比率	4.44	2.18	1.89	1.73	2.19
利息保障倍数	18.70	-7.62	-7.71	-50.70	110.45
分红指标					
DPS(元)	0.08	-	0.11	0.10	0.13
分红比率	7.7%	0.0%	11.4%	6.3%	5.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.6%

资产负债表

（亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7.9	11.9	19.0	26.9	35.0
交易性金融资产	10.5	-	-	-	-
应收帐款	3.7	5.4	13.6	13.3	21.8
应收票据	-	0.3	-	0.3	0.3
预付帐款	0.2	0.4	0.6	0.7	1.0
存货	4.0	6.2	11.4	12.5	18.3
其他流动资产	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4.6	8.1	9.2	10.1	10.9
在建工程	1.7	5.0	4.4	3.9	3.5
无形资产	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
其他非流动资产	3.3	2.7	2.8	3.0	3.1
资产总额	38.9	43.1	64.3	73.9	97.1
短期债务	-	0.8	8.7	9.1	9.7
应付帐款	1.8	2.7	4.8	5.4	7.8
应付票据	2.7	4.7	3.7	9.3	8.7
其他流动负债	0.8	0.7	1.0	0.8	1.0
长期借款	-	-	8.1	5.2	16.8
其他非流动负债	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
负债总额	5.6	9.2	26.7	30.1	44.3
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	3.4	4.4	4.4	4.4	4.4
留存收益	30.0	29.6	33.2	39.4	48.4
股东权益	33.4	34.0	37.6	43.8	52.8

现金流量表

（亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4.4	0.9	4.1	6.6	9.5
加:折旧和摊销	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
资产减值准备	-	0.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-
财务费用	0.3	-0.1	-0.5	-0.1	0.1
投资收益	-1.8	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-2.1	-2.0	-12.1	4.6	-12.8
经营活动产生现金流量	3.3	-1.6	-8.5	11.3	-2.8
投资活动产生现金流量	-7.8	4.2	-0.6	-0.6	-0.6
融资活动产生现金流量	8.7	0.4	16.1	-2.9	11.6

业绩和估值指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS(元)	1.00	0.22	0.93	1.51	2.16
BVPS(元)	7.57	7.71	8.53	9.94	11.97
PE(X)	20.0	93.2	21.6	13.3	9.3
PB(X)	2.6	2.6	2.4	2.0	1.7
P/FCF	21.8	-13.2	11.5	10.5	9.9
P/S	3.9	4.5	2.3	1.6	1.3
EV/EBITDA	26.6	58.6	17.9	9.0	6.0
CAGR(%)	14.8%	115.8%	-3.6%	14.8%	115.8%
PEG	1.4	0.8	-5.9	0.9	0.1
ROIC/WACC	2.8	0.7	1.8	2.0	3.5
REP	4.9	6.5	1.4	1.3	0.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地　址：　深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮　编：　518026

上海市

地　址：　上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮　编：　200080

北京市

地　址：　北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：　100034