

## 公司点评

### 恒润股份(603985.SH)

## 电力设备 | 风电设备

# 2023年04月18日 评级 买入

评级变动 首次

#### 交易数据

| 当前价格 (元)     | 21. 46        |
|--------------|---------------|
| 52 周价格区间 (元) | 18. 71-36. 38 |
| 总市值 (百万)     | 9460.82       |
| 流通市值 (百万)    | 7392. 80      |
| 总股本 (万股)     | 44085. 90     |
| 流通股 (万股)     | 34449.00      |

#### 涨跌幅比较



| %    | 1M    | 3M     | 12M  |
|------|-------|--------|------|
| 恒润股份 | -8.68 | -19.35 | 9.66 |
| 风电设备 | 1.05  | -8.30  | 6.45 |

分析师

#### 袁玮志

执业证书编号:S0530522050002 yuanweizhi@hnchasing.com

#### 相关报告

# 聚焦法兰、轴承和齿轮箱,风电交付大年兑现业绩

| 预测指标      | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入(亿元)  | 22.93 | 19.45  | 35.60 | 50.75 | 61.71 |
| 净利润(亿元)   | 4.42  | 0.95   | 3.81  | 6.30  | 8.08  |
| 每股收益(元)   | 1.00  | 0.22   | 0.86  | 1.43  | 1.83  |
| 每股净资产 (元) | 7.57  | 7.71   | 8.47  | 9.74  | 11.36 |
| P/E       | 22.07 | 102.87 | 25.60 | 15.47 | 12.07 |
| P/B       | 2.92  | 2.87   | 2.61  | 2.27  | 1.95  |

资料来源: iFinD, 财信证券

#### 投资要点:

- ▶ 事件:公司公布 22 年年报,业绩同比下滑。2022 年公司实现营收 19.45 亿元,同比减少 15.20%;归母净利润 0.95 亿元,同比减少 78.55%;扣非归母净利润 0.67 亿元,同比减少 75.81%。盈利能力方面,全年毛利率为 10.93%,同比减少 13.36 个百分点;净利率为 4.87%,同比减少 14.30 个百分点。单季度来看,2022Q4 公司实现营收 5.88 亿元,同比增加 4.39%;归母净利润 0.38 亿元,同比减少 63.57%;扣非归母净利润 0.22 亿元,同比增加 139.54%。2022Q4 公司毛利率为 13.24%,同比增加 3.55 个百分点,环比增加 5.88 个百分点。净利率为 6.49%,同比减少 11.76 个百分点,环比增加 3.90 个百分点。22 年业绩下滑的主要原因,一方面是受到行业性装机需求低迷和原材料持续高位运行的影响,另一方面也受到公司风电轴承产能处于爬坡期的影响。但公司四季度的盈利能力环比改善,显示出公司业绩触底转好的趋势。
- ▶ 23年裝机大年静待业绩兑现。从22年的招标大年到23年的交付大年,风电行业有望在23年迎来业绩兑现期,公司辗制法兰业务稳固,锻制法兰新增产能有望陆续贡献增量业绩,且风机大型化趋势下锻制法兰的需求进一步提升,法兰业务的产品结构优化有望带动法兰的综合单价提升和毛利率企稳。除法兰业务外,更值得关注的是公司的轴承业务,22年公司风电轴承业务实现营收1.12亿元,对应销量981支;报告期内,子公司恒润传动的新产品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。除变桨轴承外,主轴轴承有望在年中进行样品下线和试验,随着下半年轴承产能的陆续爬坡,生产成本有望大幅降低,公司的轴承业务有望在23年贡献较大的增量业绩。
- ▶ 未来行业增速仍值得期待,公司 21 年定增的三大项目支撑未来持续发展。 2021 年公司募投三大项目中,"年产 4,000 套大型风电轴承生产线项目"于 2021 年10 月开工建设,2022 年7 月投入使用。"年产5 万吨 12MW 海上风 电机组用大型精加工锻件扩能项目"现有厂区于2021 年5 月开工建设,原预 计2022 年5 月完工,22 年6 月变更实施地点并增加投资额后,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"变更实施地点并 增加投资额后,预计2023 年12 月完工。23 年的装机交付大年已成为行业共 识,在此基础上行业普遍预计23-25 年风电装机有望维持在年均70-80GW, 叠加后续海风维持高景气度和欧洲、东南亚风电提速,风电行业尤其是海风和



海外市场仍然维持高增长,公司三大定增项目在22-23年陆续投产,后续产能 爬坡后有望支撑公司未来持续发展。

- ▶ 盈利预测与估值。23 年迎来风电装机大年,叠加原材料价格下降和法兰、锻件、轴承、齿轮箱等产能提升,公司23 年有望实现业绩反转。我们预计公司2023-2025 年实现营收35.6/50.75/61.71 亿元,归母净利润3.81/6.30/8.08 亿元,eps为0.86/1.43/1.83元,对应PE为25.6/15.47/12.07倍。公司风电法兰龙头地位稳固,轴承产能有望在23年贡献新的增量业绩,看好公司在风电行业回暖后的表现,给予公司23年25-30倍PE,目标价格区间21.5-25.8元,首次覆盖给予"买入"评级。
- ▶ 风险提示: 原材料价格波动, 风电装机不及预期, 项目投产不及预期。



| 报表预测(单位: 亿元) |       |       |       |       |       | 财务和估值数据摘要     |        |        |        |        |        |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利润表          | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要指标          | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 营业收入         | 22.93 | 19.45 | 35.60 | 50.75 | 61.71 | 营业收入          | 22.93  | 19.45  | 35.60  | 50.75  | 61.71  |
| 减: 营业成本      | 17.36 | 17.32 | 29.00 | 40.00 | 48.00 | 增长率(%)        | -3.82  | -15.20 | 83.05  | 42.56  | 21.60  |
| 营业税金及附加      | 0.15  | 0.06  | 0.11  | 0.16  | 0.20  | 归属母公司股东净利润    | 4.42   | 0.95   | 3.81   | 6.30   | 8.08   |
| 营业费用         | 0.12  | 0.09  | 0.17  | 0.24  | 0.30  | 增长率(%)        | -4.59  | -78.55 | 301.78 | 65.47  | 28.18  |
| 管理费用         | 0.80  | 0.64  | 1.17  | 1.67  | 2.03  | 每股收益(EPS)     | 1.00   | 0.22   | 0.86   | 1.43   | 1.83   |
| 研发费用         | 0.88  | 0.58  | 1.06  | 1.51  | 1.83  | 每股股利(DPS)     | 0.08   | 0.00   | 0.10   | 0.16   | 0.21   |
| 财务费用         | 0.29  | -0.15 | -0.02 | -0.03 | -0.05 | 每股经营现金流       | 0.74   | -0.36  | 0.47   | 1.07   | 1.73   |
| 减值损失         | -0.10 | -0.12 | -0.23 | -0.32 | -0.39 | 销售毛利率         | 0.24   | 0.11   | 0.19   | 0.21   | 0.22   |
| 加:投资收益       | 1.78  | 0.29  | 0.66  | 0.66  | 0.66  | 销售净利率         | 0.19   | 0.05   | 0.11   | 0.12   | 0.13   |
| 公允价值变动损益     | 0.05  | 0.05  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 净资产收益率(ROE)   | 0.13   | 0.03   | 0.10   | 0.15   | 0.16   |
| 其他经营损益       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 投入资本回报率(ROIC) | 0.24   | 0.05   | 0.16   | 0.19   | 0.22   |
| 营业利润         | 5.10  | 1.16  | 4.59  | 7.59  | 9.72  | 市盈率(P/E)      | 22.07  | 102.87 | 25.60  | 15.47  | 12.07  |
| 加: 其他非经营损益   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 市净率(P/B)      | 2.92   | 2.87   | 2.61   | 2.27   | 1.95   |
| 利润总额         | 5.11  | 1.15  | 4.58  | 7.58  | 9.72  | 股息率(分红/股价)    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.01   | 0.01   |
| 减: 所得税       | 0.71  | 0.20  | 0.80  | 1.32  | 1.69  | 主要财务指标        | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 净利润          | 4.40  | 0.95  | 3.78  | 6.26  | 8.03  | 收益率           |        |        |        |        |        |
| 减:少数股东损益     | -0.02 | 0.00  | -0.02 | -0.04 | -0.05 | 毛利率           | 24.29  | 10.93  | 18.54  | 21.18  | 22.22  |
| 归属母公司股东净利润   | 4.42  | 0.95  | 3.81  | 6.30  | 8.08  | 三费/销售收入       | 5.31%  | 4.54%  | 3.82%  | 3.84%  | 3.86%  |
| 资产负债表        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | EBIT/销售收入     | 23.53  | 5.14%  | 12.83  | 14.88  | 15.66  |
| 货币资金         | 7.91  | 11.95 | 8.29  | 11.34 | 18.59 | EBITDA/销售收入   | 26.08  | 7.72%  | 18.38  | 20.28  | 20.32  |
| 交易性金融资产      | 10.45 | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 销售净利率         | 19.17  | 4.87%  | 10.63  | 12.34  | 13.01  |
| 应收和预付款项      | 5.18  | 6.81  | 9.76  | 13.92 | 16.92 | 资产获利率         |        |        |        |        |        |
| 其他 应收款 (合计)  | 0.04  | 0.05  | 0.07  | 0.10  | 0.12  | ROE           | 13.24  | 2.79%  | 10.20  | 14.68  | 16.12  |
| 存货           | 4.05  | 6.19  | 8.80  | 12.14 | 14.57 | ROA           | 11.35% | 2.20%  | 7.91%  | 10.93  | 11.94% |
| 其他流动资产       | 0.16  | 0.47  | 0.46  | 0.66  | 0.81  | ROIC          | 24.04  | 4.69%  | 15.65  | 19.50  | 22.21  |
| 长期股权投资       | 0.74  | 0.83  | 0.82  | 0.80  | 0.79  | 资本结构          |        |        |        |        |        |
| 金融资产投资       | 0.55  | 0.65  | 0.65  | 0.65  | 0.65  | 资产负债率         | 14.27  | 21.24  | 22.50  | 25.67  | 26.10  |
| 投资性房地产       | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 投资资本/总资产      | 43.05  | 55.95  | 66.45  | 62.37  | 54.51  |
| 固定资产和在建工程    | 6.33  | 13.10 | 16.40 | 15.33 | 12.64 | 带息债务/总负债      | 0.00%  | 8.82%  | 0.53%  | 0.11%  | -0.30% |
| 无形资产和开发支出    | 0.78  | 1.07  | 0.89  | 0.71  | 0.53  | 流动比率          | 5.19   | 2.87   | 2.61   | 2.63   | 2.93   |
| 其他非流动资产      | 2.75  | 2.03  | 2.03  | 2.03  | 2.03  | 速动比率          | 4.36   | 2.08   | 1.68   | 1.70   | 2.00   |
| 资产总计         | 38.93 | 43.14 | 48.17 | 57.69 | 67.64 | 股利支付率         | 7.67%  | 0.00%  | 11.36% | 11.36% | 11.36% |
| 短期借款         | 0.00  | 0.80  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 收益留存率         | 92.33  | 100.00 | 88.64  | 88.64  | 88.64  |
| 交易性金融负债      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 资产管理效率        |        |        |        |        |        |
| 应付和预收款项      | 5.20  | 7.97  | 9.52  | 13.13 | 15.76 | 总资产周转率        | 0.59   | 0.45   | 0.74   | 0.88   | 0.91   |
| 长期借款         | 0.00  | 0.01  | 0.06  | 0.02  | -0.05 | 固定资产周转率       | 4.94   | 2.40   | 3.68   | 4.23   | 6.08   |
| 其他负债         | 0.35  | 0.38  | 1.26  | 1.66  | 1.95  | 应收账款周转率       | 4.67   | 3.15   | 3.91   | 3.91   | 3.91   |
| 负债合计         | 5.55  | 9.17  | 10.84 | 14.81 | 17.66 | 存货周转率         | 4.29   | 2.80   | 3.29   | 3.29   | 3.29   |
| 股本           | 3.39  | 4.41  | 4.41  | 4.41  | 4.41  | 估值指标          | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 资本公积         | 17.99 | 16.97 | 16.97 | 16.97 | 16.97 | EBIT          | 5.40   | 1.00   | 4.57   | 7.55   | 9.67   |
| 留存收益         | 11.99 | 12.60 | 15.97 | 21.56 | 28.72 | EBITDA        | 5.98   | 1.50   | 6.54   | 10.29  | 12.54  |
| 归属母公司股东权益    | 33.37 | 33.98 | 37.35 | 42.94 | 50.10 | NOPLAT        | 4.60   | 0.79   | 3.78   | 6.24   | 7.99   |
| 少数股东权益       | 0.00  | 0.00  | -0.02 | -0.06 | -0.11 | 净利润           | 4.42   | 0.95   | 3.81   | 6.30   | 8.08   |
| 股东权益合计       | 33.37 | 33.98 | 37.33 | 42.88 | 49.99 | EPS           | 1.00   | 0.22   | 0.86   | 1.43   | 1.83   |
| 负债和股东权益合计    | 38.93 | 43.14 | 48.17 | 57.69 | 67.64 | BPS           | 7.57   | 7.71   | 8.47   | 9.74   | 11.36  |
| 现金流量表        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | PE            | 22.07  | 102.87 | 25.60  | 15.47  | 12.07  |
| 经营性现金净流量     | 3.26  | -1.58 | 2.06  | 4.72  | 7.63  | PEG           | -4.81  | -1.31  | 0.08   | 0.24   | 0.43   |
| 投资性现金净流量     | -7.78 | 4.20  | -4.55 | -0.95 | 0.55  | PB            | 2.92   | 2.87   | 2.61   | 2.27   | 1.95   |
| 筹资性现金净流量     | 8.66  | 0.44  | -1.17 | -0.72 | -0.93 | PS            | 4.25   | 5.01   | 2.74   | 1.92   | 1.58   |
| 现金流量净额       | 4.04  | 3.13  | -3.66 | 3.05  | 7.25  | PCF           | 29.96  | -61.56 | 47.42  | 20.65  | 12.79  |
| 资料来源·财信证券    |       |       |       |       | _     | -             |        |        |        |        |        |

资料来源: 财信证券, iFinD



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的6-12个月内, 所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级   | 评级说明                                 |
|--------|--------|--------------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入     | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上               |
|        | 增持     | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%-15%         |
|        | <br>持有 | -<br>投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%-5%    |
|        |        | - 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上             |
| 行业投资评级 | 领先大市   |                                      |
|        |        | - 一<br>行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%-5% |
|        | 落后大市   | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上              |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格,作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发送,概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料,本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务,若报告中所含信息发生变化,本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下,本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,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。投资者务必注意,其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人(包括本公司客户及员工)不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送,任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人(包括本公司内部客户及员工)对外散发本报告的,则该机构和个人独自为此发送行为负责,本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址: stock.hnchasing.com

地址:湖南省长沙市芙蓉中路二段80号顺天国际财富中心28层

邮编: 410005

电话: 0731-84403360 传真: 0731-84403438