恒润股份(603985)

报告日期：2023 年 05 月 03 日

法兰龙头大兆瓦优势稳固，轴承产品放量在即

——恒润股份 2022 年度报告及 2023 年一季报点评报告

投资要点

❑ **23Q1 盈利增长显著，轴承产品放量在即。**

2022 年公司营业收入 19.45 亿元，同比下降 15.20%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比下降 78.55%。2023 年一季度公司营业收入 4.33 亿元，同比增长 16.36%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 131.61%。22 年盈利下滑主要系：（1）受疫情影响，风电建设进度缓慢，塔筒法兰产品订单和价格下降；（2）传动子公司前期处于建设期，费用开支较大。23Q1 盈利增长显著主要系：受益原材料成本下降毛利率提升显著。

❑ **法兰：龙头大兆瓦优势稳固，产能扩张巩固领先地位。**

公司深耕塔筒法兰领域，为国内风电法兰龙头，是目前全球较少能制造 7.0MW 及以上海上风电塔筒法兰的企业之一。2022 年公司风电塔筒法兰业务营收 9.18 亿元，同比下降 24.01%，主要系风电行业开工审慎，公司风电塔筒法兰产品订单减少，价格下降。2022 年公司风电塔筒法兰实现从 7MW 向 9-12MW 技术升级并积极扩张海上风电大型法兰产能。恒润环锻现有厂区 10MW 及以上风电塔筒法兰实现批量生产，新建 5 万吨 12MW 海上风电大型锻件项目有望于 2023 年底完全达产，巩固市场份额布局和先发优势。

❑ **风电轴承：22 年轴承首次批量出货，轴承产品放量在即**

公司横向拓展风电轴承业务，年产 4000 套大型风电轴承生产线项目于 2022 年 7 月建设完工并投入使用，实现从零到 150 套/月产能爬坡。子公司恒润传动 22H2 完成建设，新产品 6MW 三排独立变桨轴承于 22Q4 实现批量生产，8MW 独立变桨轴承处于台架试验认证阶段；2022 年公司风电轴承实现营业收入 1.12 亿元，子公司恒润传动亏损 0.21 亿元。风电轴承产能爬坡完成后，产品出货放量有望实现盈利能力转好；公司有望凭借自身优势开展风电主轴承研发，受益风电主轴承国产替代趋势。

❑ **盈利预测及估值**

下调盈利预测，维持"买入"评级。公司系风电法兰龙头，轴承产品放量在即。考虑风电行业降本趋势，我们下调公司 23-24 年盈利预测，预计 23-24 年归母净利润分别为 4.16、6.90 亿元（下调前分别为 7.35、9.21 亿元）；新增 2025 年盈利预测为 9.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.94、1.56、2.04 元/股，对应 PE 分别为 21、13、10 倍。**维持"买入"评级。**

❑ **风险提示:风电装机需求不及预期；原材料价格波动；产品价格波动风险。**

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1944.8	4074.1	5522.6	7034.9
(+/-)(%)	-15.20%	109.48%	35.55%	27.39%
归母净利润	94.8	416.0	689.8	899.7
(+/-)(%)	-78.55%	338.84%	65.82%	30.42%
每股收益(元)	0.22	0.94	1.56	2.04
ROE(%)	2.82%	11.54%	16.59%	18.16%
P/E	93	21	13	10

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：张雷
执业证书号：S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：陈明雨
执业证书号：S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn

研究助理：卢书剑
lushujian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥20.05
总市值(百万元)	8,839.20
总股本(百万股)	440.86

股票走势图

相关报告

1 《Q2 业绩环比修复，法兰龙头受益海上风电——恒润股份 2022 年半年报点评报告》 2022.08.20

2 《【浙商电新】恒润股份（603985）公司深度：大兆瓦法兰优势明确，布局轴承打开第二成长赛道》 2022.06.27

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2547	2338	2662	3183
现金	1195	546	543	521
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	565	593	781	971
其它应收款	5	8	11	14
预付账款	36	45	61	77
存货	619	994	1083	1380
其他	127	152	183	219
非流动资产	1767	2336	2949	3616
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	83	0	0	0
固定资产	809	1135	1520	1955
无形资产	107	105	103	100
在建工程	500	800	1000	1200
其他	269	297	327	361
资产总计	4314	4674	5611	6799
流动负债	886	829	1073	1359
短期借款	80	0	0	0
应付款项	732	729	953	1215
预收账款	0	0	0	0
其他	74	100	121	144
非流动负债	30	31	34	37
长期借款	0	0	0	0
其他	30	31	34	37
负债合计	917	860	1107	1396
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3398	3814	4504	5403
负债和股东权益	4314	4674	5611	6799

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(158)	1	636	668
净利润	95	416	690	900
折旧摊销	50	76	117	167
财务费用	(15)	2	4	4
投资损失	(29)	(50)	(65)	(113)
营运资金变动	84	(61)	(21)	4
其它	(343)	(382)	(89)	(293)
投资活动现金流	420	(567)	(635)	(687)
资本支出	(676)	(700)	(700)	(800)
长期投资	(9)	83	0	0
其他	1105	50	65	113
筹资活动现金流	44	(83)	(4)	(4)
短期借款	80	(80)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(36)	(2)	(4)	(4)
现金净增加额	306	(649)	(3)	(22)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1945	4074	5523	7035
营业成本	1732	3313	4330	5521
营业税金及附加	6	13	18	22
营业费用	9	20	27	34
管理费用	64	130	177	225
研发费用	58	122	166	211
财务费用	(15)	2	4	4
资产减值损失	12	22	30	39
公允价值变动损益	5	0	0	0
投资净收益	29	50	65	113
其他经营收益	4	5	6	6
营业利润	116	506	842	1098
营业外收支	(1)	1	(1)	(1)
利润总额	115	507	841	1097
所得税	20	91	151	197
净利润	95	416	690	900
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	95	416	690	900
EBITDA	157	577	953	1259
EPS（最新摊薄）	0.22	0.94	1.56	2.04

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-15.20%	109.48%	35.55%	27.39%
营业利润	-77.35%	338.20%	66.39%	30.38%
归属母公司净利润	-78.55%	338.84%	65.82%	30.42%
获利能力				
毛利率	10.93%	18.68%	21.59%	21.51%
净利率	4.87%	10.21%	12.49%	12.79%
ROE	2.82%	11.54%	16.59%	18.16%
ROIC	2.54%	10.76%	15.21%	16.57%
偿债能力				
资产负债率	21.24%	18.40%	19.73%	20.53%
净负债比率	8.88%	0.13%	0.10%	0.08%
流动比率	2.87	2.82	2.48	2.34
速动比率	2.18	1.62	1.47	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.91	1.07	1.13
应收账款周转率	4.32	7.09	7.67	7.47
应付账款周转率	7.91	11.13	11.33	11.21
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.94	1.56	2.04
每股经营现金	-0.36	0.00	1.44	1.52
每股净资产	7.71	8.65	10.22	12.26
估值比率				
P/E	93.24	21.25	12.81	9.83
P/B	2.60	2.32	1.96	1.64
EV/EBITDA	62.25	14.38	8.71	6.61

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20 % 以上；
2.增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3.中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 之间波动；
4.减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621)80108518
上海总部传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn