恒润股份（603985.SH）

买入

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

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中处于领先地位。**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

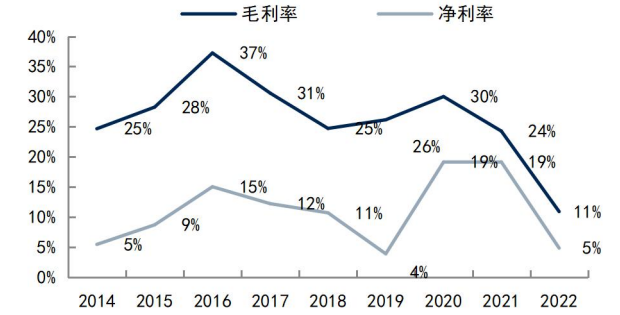
图1：恒润股份 22 营业收入同比下降 15.20%

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%

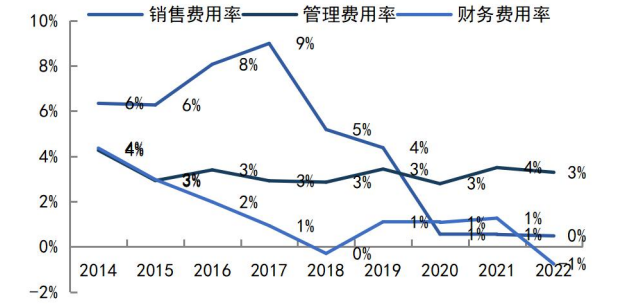
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：恒润股份盈利能力有所下降



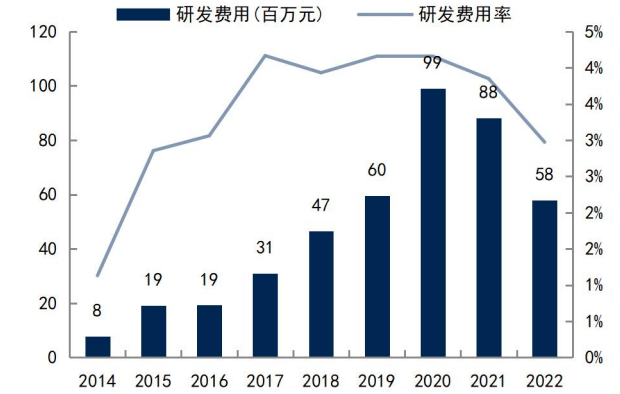
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：恒润股份期间费用率有所下降



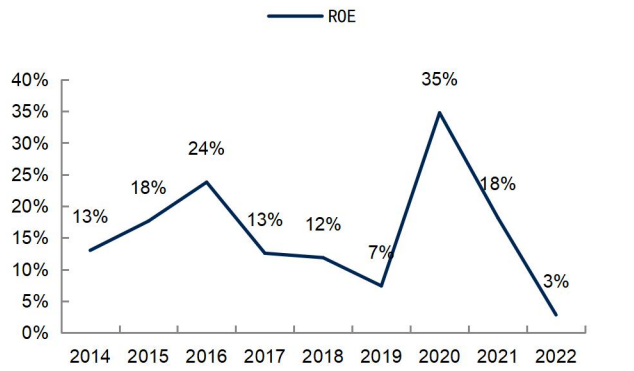
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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
现金及现金等价物	791	1195	1023	929	957
应收款项	369	571	677	1042	1425
存货净额	405	619	859	1141	1506
其他流动资产	169	163	346	413	545
流动资产合计	**2779**	**2547**	**2906**	**3524**	**4432**
固定资产	633	1308	1547	1818	2087
无形资产及其他	78	107	103	98	94
投资性房地产	330	269	269	269	269
长期股权投资	74	83	83	83	83
资产总计	**3893**	**4314**	**4907**	**5793**	**6966**
短期借款及交易性金融负债	0	81	201	94	381
应付款项	447	732	786	1376	1664
其他流动负债	88	73	233	223	288
流动负债合计	**535**	**886**	**1220**	**1693**	**2333**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	30	30	22	23
长期负债合计	**20**	**30**	**30**	**22**	**23**
负债合计	**555**	**917**	**1251**	**1715**	**2356**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	3337	3398	3656	4077	4609
负债和股东权益总计	**3893**	**4314**	**4907**	**5793**	**6966**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.30	0.22	0.85	1.39	1.81
每股红利	0.31	0.08	0.26	0.43	0.61
每股净资产	9.84	7.71	8.29	9.25	10.46
ROIC	14.39%	2.72%	8%	14%	16%
ROE	13.24%	2.79%	10%	15%	17%
毛利率	24%	11%	17%	19%	21%
EBIT Margin	16%	4%	9%	13%	14%
EBITDA Margin	18%	6%	13%	16%	17%
收入增长	-4%	-15%	76%	40%	26%
净利润增长率	-5%	-79%	296%	63%	31%
资产负债率	14%	21%	25%	30%	34%
股息率	1.2%	0.4%	1.3%	2.2%	3.0%
P/E	15.3	92.9	23.5	14.4	11.0
P/B	2.0	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	17.5	78.5	23.3	14.1	10.8

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**2293**	**1945**	**3416**	**4787**	**6025**
营业成本	1736	1732	2848	3858	4742
营业税金及附加	15	6	17	21	25
销售费用	12	9	19	23	30
管理费用	80	64	110	144	189
研发费用	88	58	101	142	179
财务费用	29	(15)	(21)	(18)	(13)
投资收益	178	29	66	91	62
资产减值及公允价值变动	3	9	36	16	20
其他收入	(92)	(71)	(101)	(142)	(179)
营业利润	510	116	445	724	956
营业外净收支	1	(1)	(0)	(0)	(0)
利润总额	**511**	**115**	**445**	**724**	**955**
所得税费用	71	20	70	113	155
少数股东损益	(2)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**442**	**95**	**375**	**611**	**800**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	442	95	375	611	800
资产减值准备	(21)	10	6	3	3
折旧摊销	57	49	109	145	172
公允价值变动损失	(3)	(9)	(36)	(16)	(20)
财务费用	29	(15)	(21)	(18)	(13)
营运资本变动	81	(60)	(309)	(139)	(524)
其它	19	(10)	(6)	(3)	(3)
经营活动现金流	**575**	**74**	**140**	**602**	**428**
资本开支	0	(741)	(314)	(399)	(419)
其它投资现金流	(1045)	1045	0	0	0
投资活动现金流	**(786)**	**294**	**(314)**	**(399)**	**(419)**
权益性融资	(9)	0	0	0	0
负债净变化	(50)	0	0	0	0
支付股利、利息	(106)	(36)	(117)	(190)	(268)
其它融资现金流	1030	107	120	(107)	287
融资活动现金流	**709**	**34**	**3**	**(297)**	**19**
现金净变动	**497**	**403**	**(172)**	**(94)**	**28**
货币资金的期初余额	295	791	1195	1023	929
货币资金的期末余额	791	1195	1023	929	957
企业自由现金流	0	(690)	(243)	114	(51)
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 ±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 ±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