

华明装备 (002270.SZ)

受益于全球变压器需求上行，公司海外布局空间可期

增持

核心观点

前三季度业绩大幅增长，盈利能力显著提升。公司前三季度实现营收 14.55 亿元（同比+21.23%），归母净利润 4.59 亿元（同比+59.98%），扣非净利润 4.26 亿元（同比+52.49%），销售毛利率 54.47%（同比+5.53pct.），扣非销售净利率 29.32%（同比+6.01pct.）。

三季度业绩符合预期，销售净利率超 30%。三季度公司实现营收 5.45 亿元（同比+21.19%，环比+9.67%），归母净利润 1.72 亿元（同比+70.14%，环比+2.09%），扣非净利润 1.70 亿元（同比+68.60%，环比+10.27%），销售毛利率 54.69%（同比+2.98pct.，环比-2.04pct.），销售净利率 32.08%（同比+9.38pct.，环比-2.24pct.）。

技术继续引领行业，实现重点领域国产替代。今年以来，公司首台 500kV 核电机组变压器分接开关完成发货，首台套 115kV 移相变压器分接开关实现正式投运，打破了进口品牌长期以来的垄断，时隔近十年工业用 220kV 整流变压器真空有载分接开关完成投运，公司国产替代步伐加速。

国内主网招标景气向上，带动变压器分接开关需求。2022 年国家电网输变电设备招标共 6 次，合计中标金额 503 亿元。截至目前，2023 年国家电网特高压设备类招标共 5 次，中标公示 4 次，合计中标金额 496 亿元，同比增长 47%。从历史招标看，变压器价值量位列主网设备首位，公司作为变压器核心零部件供应商有望充分受益。

海外需求快速增长，公司海外布局稳步推进。今年以来海外变压器在新能源快速发展和电网升级改造双重带动下需求旺盛，带动分接开关需求上行。公司 2016 年在土耳其设厂，在俄罗斯、美国和巴西均有服务中心，2023 年设立新加坡子公司战略布局东南亚市场。今年以来俄罗斯需求快速增长，美国、欧洲、中亚市场增长明显，公司海外布局成效显著。

风险提示：电网建设需求不及预期；海外市场开拓进度不及预期；主要原材料价格上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司今年以来国内外新增订单和毛利率修复情况，上调 23-25 年盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 5.57/7.01/8.45 亿元（原预测值为 5.03/6.27/7.63 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,532	1,712	2,313	2,798	3,268
(+/-%)	12.0%	11.7%	35.1%	21.0%	16.8%
净利润(百万元)	417	359	557	701	845
(+/-%)	44.2%	-13.8%	54.9%	25.9%	20.6%
每股收益(元)	0.55	0.40	0.62	0.78	0.94
EBIT Margin	21.8%	24.4%	27.5%	28.8%	30.0%
净资产收益率 (ROE)	15.3%	11.6%	16.6%	19.2%	19.9%
市盈率 (PE)	23.8	32.6	21.1	16.7	13.9
EV/EBITDA	28.1	26.5	17.4	14.2	12.0
市净率 (PB)	3.49	3.51	3.45	2.98	2.56

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

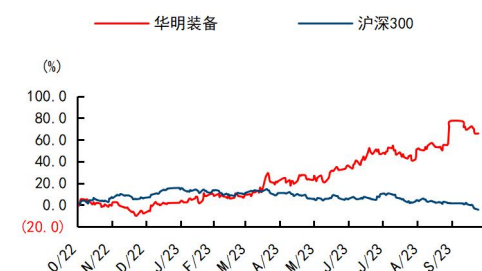
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 增持(维持)
合理估值 13.09 元
收盘价 11732/9938 百万元
总市值/流通市值 14.26/7.42 元
52 周最高价/最低价 131.24 百万元
近 3 个月日均成交额

市场走势



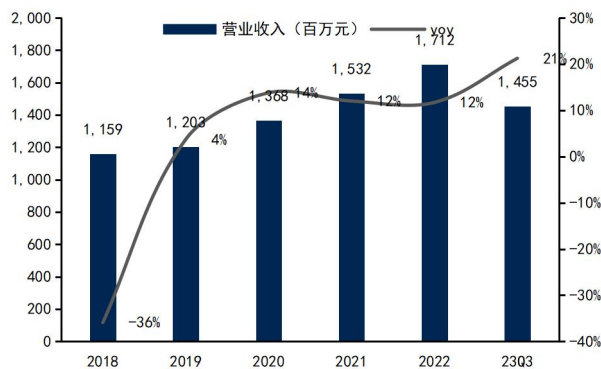
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华明装备 (002270.SZ) - 变压器分接开关龙头，海外与售后服务市场增长可期》——2023-07-31

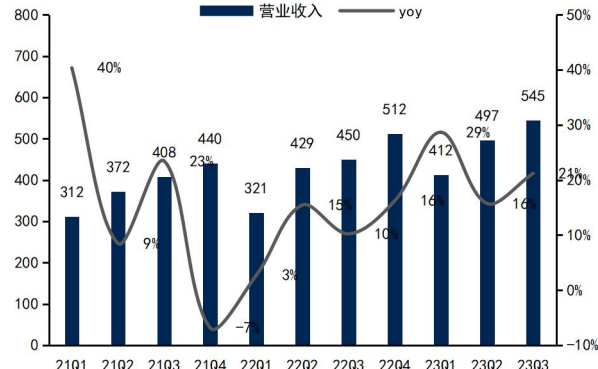
前三季度业绩大幅增长，盈利能力显著提升。公司前三季度实现营收 14.55 亿元（同比+21.23%），归母净利润 4.59 亿元（同比+59.98%），扣非净利润 4.26 亿元（同比+52.49%），销售毛利率 54.47%（同比+5.53pct.），扣非销售净利率 29.32%（同比+6.01pct.）。此前公司三季度业绩预告区间为归母净利润 4.54-4.77 亿元，扣非净利润 4.20-4.43 亿元。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



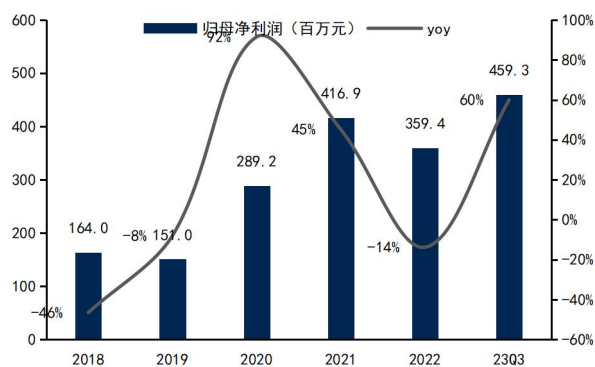
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



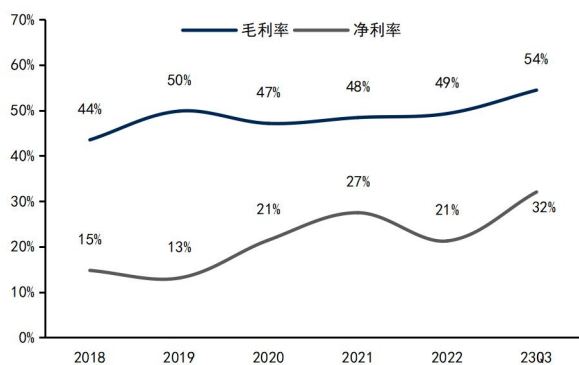
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



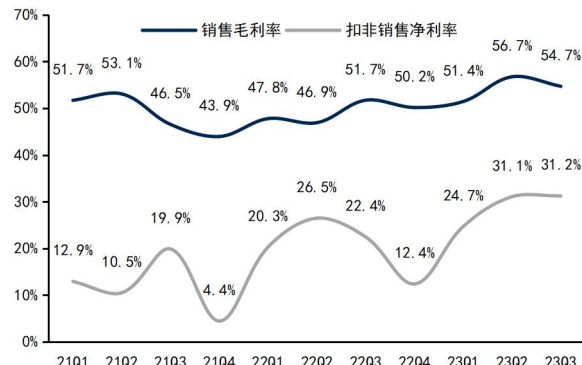
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



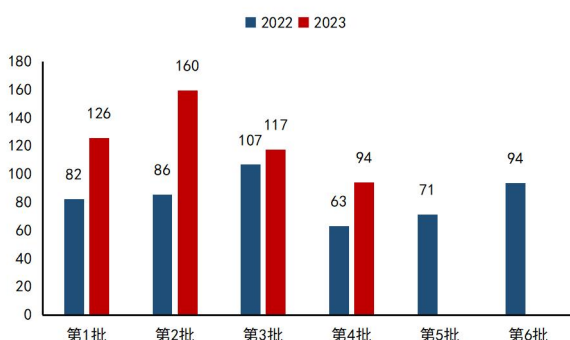
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩符合预期，销售净利率超 30%。三季度公司实现营收 5.45 亿元（同比+21.19%，环比+9.67%），归母净利润 1.72 亿元（同比+70.14%，环比+2.09%），扣非净利润 1.70 亿元（同比+68.60%，环比+10.27%），销售毛利率 54.69%（同比+2.98pct.，环比-2.04pct.），销售净利率 32.08%（同比+9.38pct.，环比-2.24pct.）。此前公司三季度业绩预告区间为归母净利润 1.67-1.90 亿元，扣非净利润 1.64-1.87 亿元。

技术继续引领行业，实现重点领域国产替代。今年以来，公司首台 500kV 核电机组变压器的分接开关产品完成发货，这是公司的分接开关产品首次被应用于国内核电领域；首台套 115kV 移相变压器分接开关实现正式投运，填补了国产品牌在上述领域的空白，打破了进口品牌长期以来的垄断；同时，时隔近十年工业用 220kV 整流变压器真空有载分接开关完成投运，充分体现了公司的技术能力，也为公司未来进一步实现进口替代打下了坚实基础。

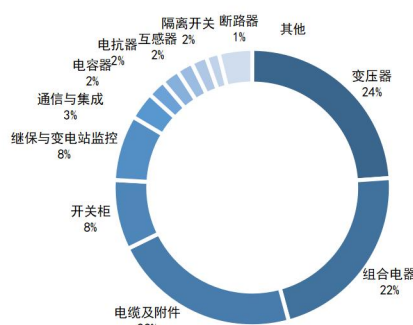
持续加深头部客户合作，与中电装签署战略框架协议。2023 年 2 月公司与中国电气装备集团签署战略框架协议；2023 年 3 月公司获评“2022 年度优秀供应商”；2023 年 6 月华明检修服务荣获山东电气集团“2022 年度优秀合作伙伴”。

图7：22-23 年国家电网输变电设备招标中标金额（亿元）



资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理

图8：2022 年国家电网输变电设备招标分产品金额占比（%）



资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理

国内主网招标景气向上，带动变压器分接开关需求。2022 年国家电网输变电设备招标共 6 次，合计中标金额 503 亿元。截至目前，2023 年国家电网特高压设备类招标共 5 次，中标公示 4 次，合计中标金额 496 亿元，同比增长 47%。从历史招标看，变压器价值量位列主网设备首位，公司作为变压器核心零部件供应商有望充分受益。

海外需求快速增长，公司海外布局稳步推进。今年以来海外变压器在新能源快速发展和电网升级改造双重带动下需求旺盛，带动包括分接开关在内的关键零部件需求上行。公司 2016 年在土耳其设厂，在俄罗斯、美国和巴西均有服务中心，2023 年设立新加坡子公司战略布局东南亚市场。今年以来俄罗斯需求快速增长，美国、欧洲、中亚市场增长明显，公司海外布局成效显著。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到公司今年以来国内外新增订单和毛利率修复情况，上调 23-25 年盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 5.57/7.01/8.45 亿元（原预测值为 5.03/6.27/7.63 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
002270. SZ	华明装备	13.09	117	0.40	0.62	0.78	32.6	21.1	16.7	10.8	增持
601179. SH	中国西电	4.43	227	0.12	0.16	0.26	36.9	27.7	17.0	2.9	-
002028. SZ	思源电气	49.09	380	1.59	2.17	2.71	30.9	22.6	18.1	13.3	-
600312. SH	平高电气	10.63	144	0.16	0.52	0.75	66.4	20.4	14.2	2.3	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	762	1012	975	1469	2229	营业收入	1532	1712	2313	2798	3268
应收款项	777	787	697	843	985	营业成本	790	868	1184	1422	1662
存货净额	387	306	519	623	729	营业税金及附加	23	27	31	38	44
其他流动资产	492	521	414	427	166	销售费用	196	200	231	269	294
流动资产合计	2583	2888	2870	3646	4411	管理费用	123	131	148	171	190
固定资产	841	910	881	850	816	研发费用	65	69	83	92	98
无形资产及其他	227	213	199	185	171	财务费用	67	9	8	(3)	(11)
其他长期资产	425	368	347	280	327	投资收益	20	4	10	10	10
长期股权投资	21	71	71	71	71	资产减值及公允价值变动	(63)	(7)	10	0	(10)
资产总计	4097	4450	4368	5032	5796	其他收入	350	10	(5)	5	15
短期借款及交易性金融负债	388	266	0	0	0	营业利润	512	407	653	825	996
应付款项	277	305	260	312	364	营业外净收支	5	12	10	10	10
其他流动负债	103	159	313	372	429	利润总额	518	419	663	835	1006
流动负债合计	843	762	618	740	859	所得税费用	96	55	99	125	151
长期借款及应付债券	270	260	260	260	260	少数股东损益	4	4	7	8	10
其他长期负债	134	89	89	89	89	归属于母公司净利润	417	359	557	701	845
长期负债合计	404	350	350	350	350	现金流量表（百万元）					
负债合计	1247	1111	968	1090	1209	净利润	417	359	557	701	845
少数股东权益	2	5	11	20	30	资产减值准备	(5)	(19)	(10)	(10)	(10)
股东权益	2848	3334	3389	3923	4558	折旧摊销	64	68	93	96	98
负债和股东权益总计	4097	4450	4368	5032	5796	公允价值变动损失	(283)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	67	9	8	(3)	(11)
每股收益	0.55	0.40	0.62	0.78	0.94	营运资本变动	19	157	103	(160)	113
每股红利	0.33	0.56	0.19	0.23	0.28	其它	69	(69)	14	5	(1)
每股净资产	3.75	3.73	3.79	4.40	5.12	经营活动现金流	282	496	756	632	1046
ROIC	14%	10%	15%	18%	19%	资本开支	(108)	(69)	(50)	(50)	(50)
ROE	15%	12%	17%	19%	20%	其它投资现金流	775	(111)	31	77	(37)
毛利率	48%	49%	49%	49%	49%	投资活动现金流	667	(180)	(19)	27	(87)
EBIT Margin	22%	24%	27%	29%	30%	权益性融资	(33)	485	0	0	0
EBITDA Margin	26%	28%	31%	32%	33%	负债净变化	(534)	(257)	(266)	0	0
收入增长	12%	12%	35%	21%	17%	支付股利、利息	(58)	(247)	(502)	(167)	(210)
净利润增长率	44%	-14%	55%	26%	21%	其它融资现金流	87	(248)	(266)	0	0
资产负债率	30%	25%	22%	22%	21%	融资活动现金流	(692)	(28)	(775)	(164)	(199)
股息率	2.5%	4.3%	1.4%	1.8%	2.2%	现金净变动	257	288	(37)	495	759
P/E	23.8	32.6	21.1	16.7	13.9	货币资金的期初余额	443	762	1012	975	1469
P/B	3.5	3.5	3.5	3.0	2.6	货币资金的期末余额	762	1012	975	1469	2229
EV/EBITDA	28.1	26.5	17.4	14.2	12.0	企业自由现金流	247	517	686	571	995
						权益自由现金流	386	252	414	573	1004

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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