

# 华明装备 (002270.SZ)

分接开关龙头持续高分红，积极布局欧美市场

增持

## 核心观点

**业绩符合预期，全年现金分红率高达136%。**2023年公司实现营收19.61亿元，同比增长14.57%，实现归母净利润5.42亿元，同比增长50.90%。全年销售毛利率52.23%（同比+2.93pct.），扣非销售净利率25.62%（同比+5.58pct.）。23年公司拟派发现金红利4.93亿元，加上中报现金分红2.42亿元，合计现金分红7.36亿元，占当期归母净利润136%。

**四季度业绩稳定，下游项目节奏暂时放缓。**2023年第四季度公司实现营收5.07亿元（同比-1.04%，环比-7.08%），归母净利润0.83亿元（同比+14.87%，环比-51.57%），销售毛利率45.82%（同比-4.34pct.，环比-8.87pct.），销售净利率16.72%（同比+2.12pct.，环比-15.35pct.）。我们估计，四季度收入增速放缓主要系下游项目节奏变化导致。

**电力设备业务量利齐增，出口表现亮眼。**23年公司电力设备收入16.25亿元，同比+20.40%，毛利率58.49%，同比+0.83pct.；数控设备收入1.62亿元，同比+7.69%，毛利率19.15%，同比-0.42pct.。电力设备业务中直接出口收入2.42亿元，同比+72%；间接出口收入1.0亿元，同比+43%；检修业务收入1.07亿元，同比-5.8%。

**海外业务盈利能力较强，公司积极拓展欧美市场。**23年公司实现国内收入16.87亿元，同比+8.23%，毛利率50.13%，同比+1.52pct.；国外收入2.74亿元，同比+79.16%，毛利率65.20%，同比+8.82pct.。公司积极布局美国市场并陆续获得了数批订单，同时积极在美国寻求产能布局的机会，公司也将着力在欧洲拓展新的销售渠道。随着海外收入的快速增长，高附加值的真空开关销售占比进一步提升。

**特高压产品应用顺利，核电领域实现国产替代。**23年10月，公司与客户完成特高压产品批量化合合同签订，标志着公司在特高压分接开关领域取得重要进展；公司分接开关产品首次应用于国内核电领域。

**风险提示：**海外市场开拓进度不及预期；国际贸易摩擦加剧；原材料价格大幅上涨。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司海外业务前期布局开支，下调盈利预测。预计公司2024-2026年实现归母净利润6.65/8.06/9.74亿元（24-25年原预测值为7.01/8.45亿元），当前股价对应PE分别为26/22/18倍，维持“增持”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,712	1,961	2,402	2,776	3,268
(+/-%)	11.7%	14.6%	22.5%	15.6%	17.7%
净利润(百万元)	359	542	665	806	974
(+/-%)	-13.8%	50.9%	22.6%	21.2%	20.9%
每股收益(元)	0.40	0.61	0.74	0.90	1.09
EBIT Margin	24.4%	28.9%	31.7%	33.8%	34.9%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	16.2%	20.1%	23.6%	26.2%
市盈率 (PE)	48.9	32.4	26.4	21.8	18.1
EV/EBITDA	38.6	29.5	21.7	18.1	15.3
市净率 (PB)	5.27	5.23	5.33	4.91	4.48

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

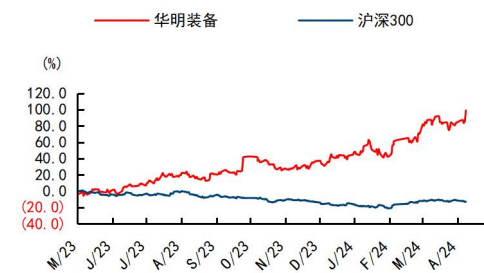
### 电力设备·电网设备

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

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	19.62元
总市值/流通市值	17584/14896百万元
52周最高价/最低价	19.95/9.33元
近3个月日均成交额	200.42百万元

### 市场走势



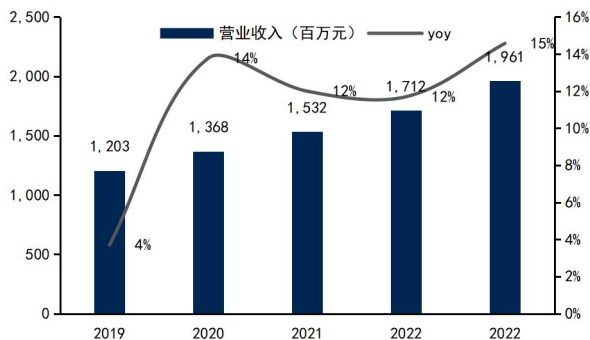
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《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》——2023-10-25  
 《华明装备 (002270.SZ) - 变压器分接开关龙头，海外与后服务市场增长可期》——2023-07-31

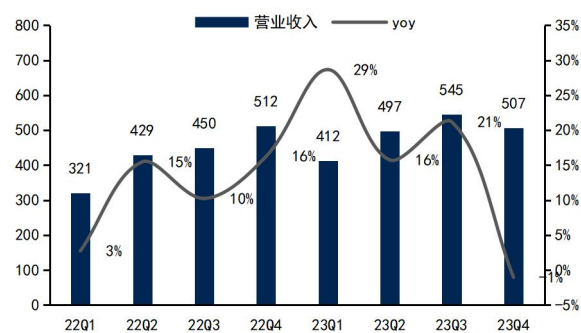
全年业绩符合预期, 现金分红率高达 136%。2023 年公司实现营业收入 19.61 亿元, 同比增长 14.57%, 实现归母净利润 5.42 亿元, 同比增长 50.90%, 实现扣非净利润 5.02 亿元, 同比增长 46.48%。全年销售毛利率 52.23% (同比+2.93pct.), 扣非销售净利率 25.62% (同比+5.58pct.)。2023 年公司拟派发现金红利 4.93 亿元, 加上中报现金分红 2.42 亿元, 合计现金分红 7.36 亿元, 占当期归母净利润 136%。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



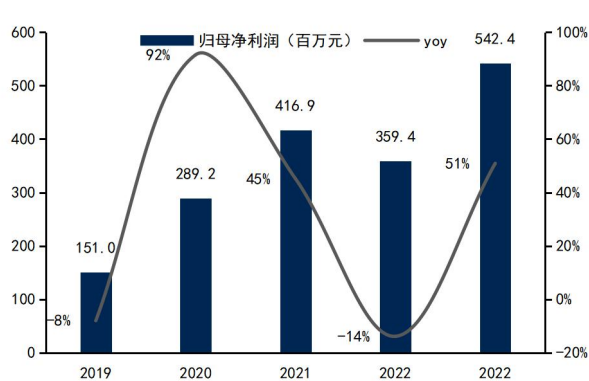
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)



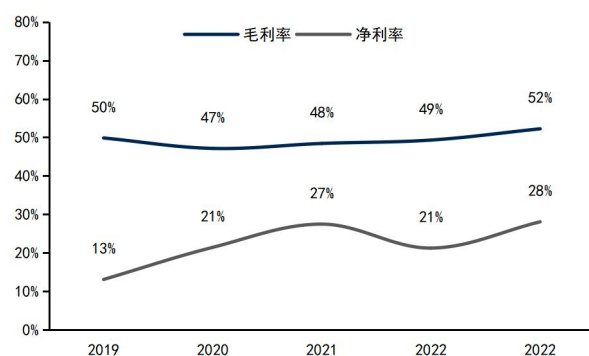
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



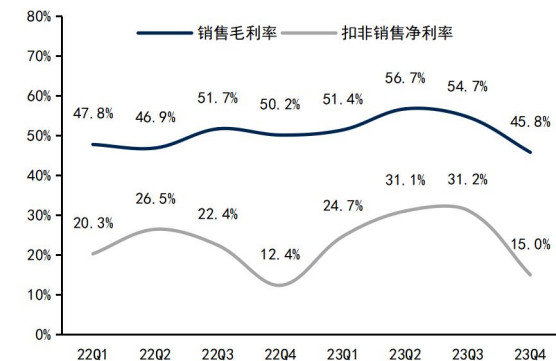
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

四季度业绩稳定, 下游项目节奏暂时放缓。2023 年第四季度公司实现营收 5.07

亿元（同比-1.04%，环比-7.08%），归母净利润 0.83 亿元（同比+14.87%，环比-51.57%），销售毛利率 45.82%（同比-4.34pct.，环比-8.87pct.），销售净利率 16.72%（同比+2.12pct.，环比-15.35pct.）。我们估计，四季度收入增速放缓主要系下游项目节奏变化导致。

**电力设备业务量利齐增，出口增速亮眼。**23 年公司电力设备收入 16.25 亿元，同比+20.40%，毛利率 58.49%，同比+0.83pct.；数控设备收入 1.62 亿元，同比+7.69%，毛利率 19.15%，同比-0.42pct.；电力工程收入 1.18 亿元，同比-29.34%，毛利率 7.21%，同比+1.11pct.；其他收入 0.57 亿元，同比 24.86%，毛利率 60.46%，同比+3.06pct.。电力设备业务中直接出口收入 2.42 亿元，同比+72%；间接出口收入 1.0 亿元，同比+43%；检修业务收入 1.07 亿元，同比-5.8%。

**海外业务盈利能力较强，公司积极拓展欧美市场。**23 年公司实现国内收入 16.87 亿元，同比+8.23%，毛利率 50.13%，同比+1.52pct.；国外收入 2.74 亿元，同比+79.16%，毛利率 65.20%，同比+8.82pct.。公司积极布局美国市场并陆续获得了数批订单，同时积极在美国寻求产能布局的机会。公司也将着力在欧洲拓展新的销售渠道，深度融入当地市场，与当地的变压器客户共同参与欧洲的能源革命及电网升级改造。随着公司海外收入的快速增长，附加值更高的真空开关销售占比进一步提升。

**特高压产品应用顺利，核电领域实现国产替代。**23 年 10 月，公司与客户完成特高压产品批量化合同签订，标志着公司在特高压分接开关领域取得重要进展；公司分接开关产品首次应用于国内核电领域，最大切换容量可达 6000kVA。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到公司海外业务前期布局开支，下调盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 6.65/8.06/9.74 亿元（24-25 年原预测值为 7.01/8.45 亿元），当前股价对应 PE 分别为 26/22/18 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	19.62	176	0.61	0.74	0.90	32.4	26.4	21.8	10.8	增持
601179.SH	中国西电	6.03	309	0.12	0.17	0.20	50.3	35.5	30.2	2.9	-
002028.SZ	思源电气	64.19	496	1.59	2.00	2.67	40.4	32.1	24.0	13.3	-
688676.SH	金盘科技	46.41	199	0.67	1.18	1.84	69.3	39.3	25.2	9.9	-

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1012	1055	1090	1450	1947	营业收入	1712	1961	2402	2776	3268
应收款项	787	659	724	837	985	营业成本	868	937	1151	1316	1533
存货净额	306	365	505	577	672	营业税金及附加	27	31	32	37	39
其他流动资产	521	707	403	395	153	销售费用	200	212	231	244	284
<b>流动资产合计</b>	<b>2888</b>	<b>2984</b>	<b>2869</b>	<b>3421</b>	<b>3935</b>	管理费用	131	136	147	155	173
固定资产	910	888	850	907	956	研发费用	69	78	79	83	98
无形资产及其他	213	161	151	140	129	财务费用	9	(11)	2	3	5
其他长期资产	368	347	360	278	327	投资收益	4	11	10	10	10
长期股权投资	71	138	138	138	138	资产减值及公允价值变动	(7)	24	5	(5)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>4450</b>	<b>4518</b>	<b>4369</b>	<b>4884</b>	<b>5486</b>	其他收入	10	(15)	(2)	9	10
短期借款及交易性金融负债	266	126	0	0	0	营业利润	407	622	778	945	1146
应付款项	305	386	252	289	336	营业外净收支	12	24	15	15	15
其他流动负债	159	146	306	343	398	<b>利润总额</b>	<b>419</b>	<b>646</b>	<b>793</b>	<b>960</b>	<b>1161</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>762</b>	<b>741</b>	<b>606</b>	<b>687</b>	<b>799</b>	所得税费用	55	95	119	144	174
长期借款及应付债券	260	220	270	420	570	少数股东损益	4	8	9	11	13
其他长期负债	89	194	194	194	194	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>359</b>	<b>542</b>	<b>665</b>	<b>806</b>	<b>974</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>350</b>	<b>415</b>	<b>465</b>	<b>615</b>	<b>765</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1111</b>	<b>1155</b>	<b>1071</b>	<b>1302</b>	<b>1564</b>	净利润	359	542	665	806	974
少数股东权益	5	13	21	31	44	资产减值准备	(19)	(3)	(5)	(5)	(5)
股东权益	3334	3350	3277	3551	3880	折旧摊销	68	70	99	104	112
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4450</b>	<b>4518</b>	<b>4369</b>	<b>4885</b>	<b>5489</b>	公允价值变动损失	(0)	(7)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	9	(11)	2	3	5
每股收益	0.40	0.61	0.74	0.90	1.09	营运资本变动	157	(49)	141	(109)	94
每股红利	0.56	0.82	0.59	0.72	0.87	其它	(69)	67	6	8	10
每股净资产	3.73	3.75	3.68	4.00	4.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>496</b>	<b>622</b>	<b>905</b>	<b>803</b>	<b>1185</b>
ROIC	10%	15%	19%	22%	24%	资本开支	(69)	(63)	(50)	(150)	(150)
ROE	12%	16%	20%	24%	26%	其它投资现金流	(111)	69	(4)	93	(39)
毛利率	49%	52%	52%	53%	53%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(180)</b>	<b>6</b>	<b>(54)</b>	<b>(57)</b>	<b>(189)</b>
EBIT Margin	24%	29%	32%	34%	35%	权益性融资	485	(15)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	32%	36%	38%	38%	负债净变化	(257)	(122)	(76)	150	150
收入增长	12%	15%	22%	16%	18%	支付股利、利息	(247)	(502)	(738)	(532)	(645)
净利润增长率	-14%	51%	23%	21%	21%	其它融资现金流	(248)	(81)	(126)	0	0
资产负债率	25%	26%	25%	27%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(28)</b>	<b>(628)</b>	<b>(816)</b>	<b>(385)</b>	<b>(499)</b>
股息率	2.9%	4.2%	3.0%	3.7%	4.4%	<b>现金净变动</b>	<b>288</b>	<b>1</b>	<b>35</b>	<b>361</b>	<b>496</b>
P/E	48.9	32.4	26.4	21.8	18.1	货币资金的期初余额	762	1012	1055	1090	1450
P/B	5.3	5.2	5.3	4.9	4.5	货币资金的期末余额	1012	1055	1090	1450	1947
EV/EBITDA	38.6	29.5	21.7	18.1	15.3	企业自由现金流	517	441	837	643	1025
						权益自由现金流	252	329	759	791	1171

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提及的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