

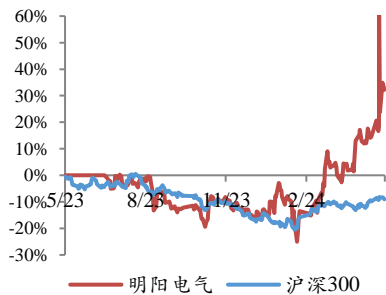
需求超预期增长，公司业绩未来可期

评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-16

收盘价（元）	42.38
近12个月最高/最低（元）	43.88/24.36
总股本（百万股）	312.20
流通股本（百万股）	71.76
流通股比例（%）	22.98%
总市值（亿元）	132.3
流通市值（亿元）	30.41

公司股价与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 专注输配电业务，扩大新能源市场

公司主要从事应用于新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备的研发、生产和销售，主要产品为箱式变电站、成套开关设备和变压器。公司是国内研发制造输配电及控制设备的骨干企业和广东省新能源电气装备领军企业。2023年总营收49.48亿元，同比增长52.90%，归母净利润4.98亿元，同比增长87.67%；归母扣非净利润4.90亿元，同比增长90.82%；毛利率22.69%，同比增长1.52pct。2024Q1总营收10.34亿元，同比增加46.35%，归母净利润0.90亿元，同比增加104.30%。

● 下游需求端发力，三海业务带动市场需求

各地新基建加速布局，形成激发创新、拓展需求的新动能。得益于新基建的前置性配套电力支持需求，下游新能源业务需求增加，2023年公司在光伏、陆风、海风、储能及其他收入分别占比36%、29%、8%、6%，光伏、风电、储能领域的业务营收分别同比增长83%、22%、237%。海上风电方面，预计自2024年，新一轮的海上风电发展周期即将启动，为公司带来了新的增长动能。此外，公司正有序推进业务全球化布局。

● 投资建议：成长可期，给予“买入”评级

我们预计2024年-2026年收入分别为65.24/83.69/103.92亿元，对应增速分别为31.9%/28.3%/24.2%；归母净利润分别为6.69/8.61/10.67亿元，对应增速分别为34.4%/28.7%/23.8%；对应PE分别为19.77/15.36/12.40。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争格局恶化；国内装机需求不及预期；原材料价格波动风险等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4948	6524	8369	10392
收入同比（%）	52.9%	31.9%	28.3%	24.2%
归属母公司净利润	498	669	861	1067
净利润同比（%）	87.7%	34.4%	28.7%	23.8%
毛利率（%）	22.7%	22.4%	21.7%	21.0%
ROE（%）	11.8%	13.7%	14.9%	15.6%
每股收益（元）	1.82	2.14	2.76	3.42
P/E	15.58	19.77	15.36	12.40
P/B	2.10	2.70	2.29	1.93
EV/EBITDA	9.61	13.96	10.02	7.41

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 专注输配电业务，加速带动盈利增长	4
2 下游需求端发力，推动公司收入增长	6
3 三海业务带动市场需求	7
4 投资建议：成长可期，给予“买入”评级	8
风险提示：	8
财务报表与盈利预测	9

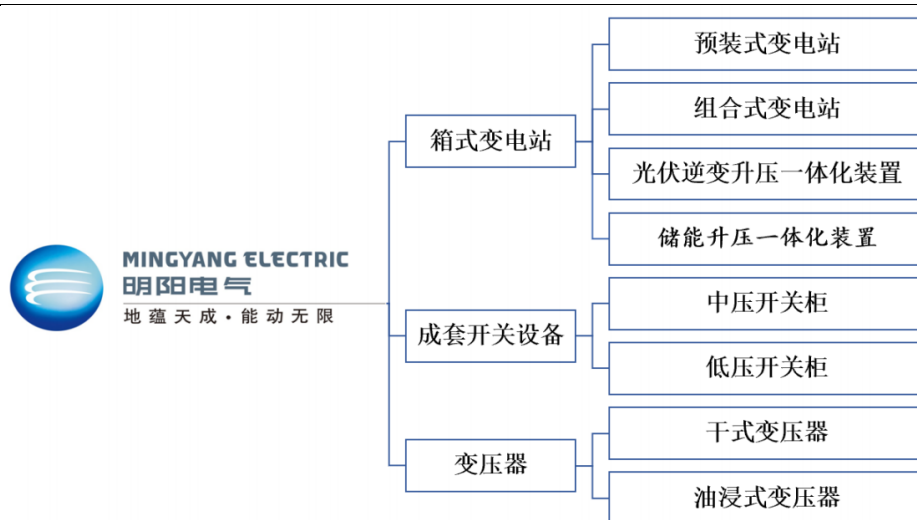
图表目录

图表 1	公司主要产品	4
图表 2	2018 年-2024Q1 年公司营收及增速	5
图表 3	2018 年-2024Q1 年公司扣非净利及增速	5
图表 4	2021-2024Q1 风电光伏新增累计装机量及增速	5
图表 5	2021 年-2023 年中国储能装机量	5
图表 6	2022 年-2023 年公司各业务营收	6
图表 7	公司分业务毛利率	6
图表 8	公司新能源业务收入占比	7
图表 9	中国海上风电装机容量和全球占比	8

1 专注输配电业务，加速带动盈利增长

公司主要从事应用于新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备的研发、生产和销售，主要产品为箱式变电站、成套开关设备和变压器。公司是国内研发制造输配电及控制设备的骨干企业和广东省新能源电气装备领军企业。在国内新能源市场，公司箱式变电站产品市场份额名列前茅；在海外市场，公司研发的光伏一体机产品应用在海外 40 多个国家，遍布东南亚、欧洲、中东、北美市场。2023 年，公司入选“中国机械 500 强”榜单，凸显公司综合实力持续增强。同时根据国家工信部公布的 2023 年度绿色制造名单，公司成功入选“国家级绿色工厂”。

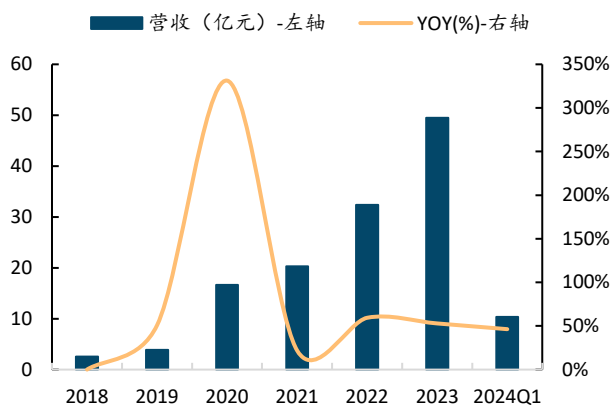
图表 1 公司主要产品



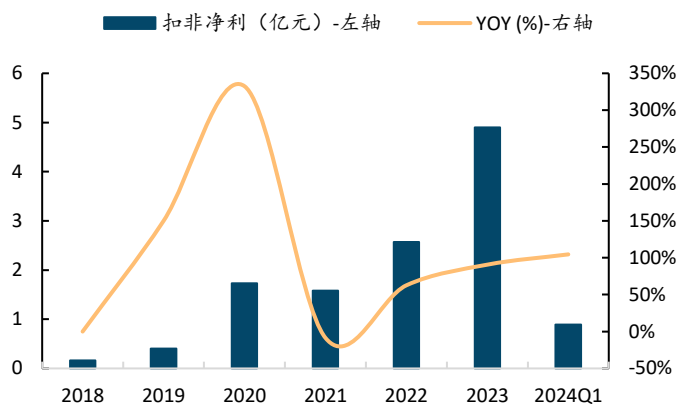
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

受惠于下游新能源和新型基础建设的高景气，近两年公司的营收和业绩呈现出高速增长的趋势。近年来新能源行业持续快速发展的态势，在技术不断进步、成本不断降低、政策积极支持下，国内光伏、风电和储能装机量市场行情较好。公司凭借其丰富的新能源行业经验，以客户需求为核心，加速产品升级迭代，不断丰富和完善产品线，2023 年公司新能源领域毛利率为 22.73%，同比上升 1.52%。2023 年总营收 49.48 亿元，同比增加 52.90%，归母净利润 4.98 亿元，同比增加 87.67%；归母扣非净利润 4.90 亿元，同比增加 90.82%；毛利率 22.69%，同比增长 1.52pct。2024Q1 总营收 10.34 亿元，同比增加 46.35%，归母净利润 0.90 亿元，同比增加 104.30%；归母扣非净利润 0.89 亿元，同比增加 104.57%；毛利率 23.07%，同比增长 3.03pct，2024Q1 公司的营收稳定增长，业绩整体持续向好。

图表 2 2018 年-2024Q1 年公司营收及增速



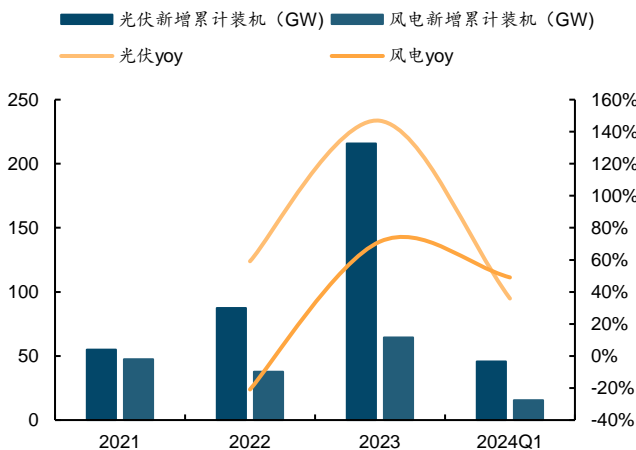
图表 3 2018 年-2024Q1 年公司扣非净利及增速



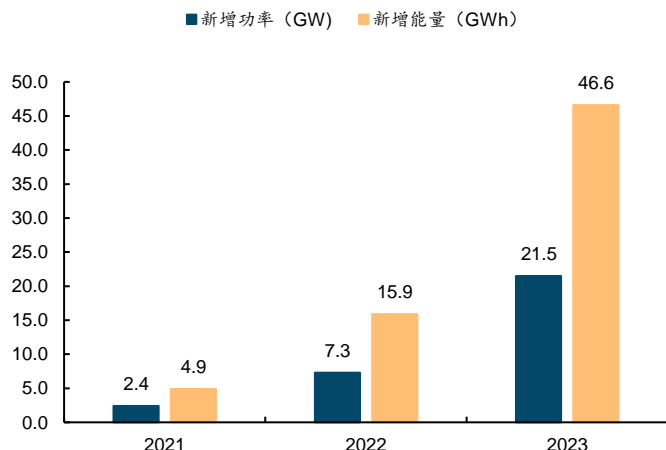
资料来源: ifind, 华安证券研究所

资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 4 2021-2024Q1 风电光伏新增累计装机量及增速



图表 5 2021 年-2023 年中国储能装机量



资料来源: 国家能源局, 华安证券研究所

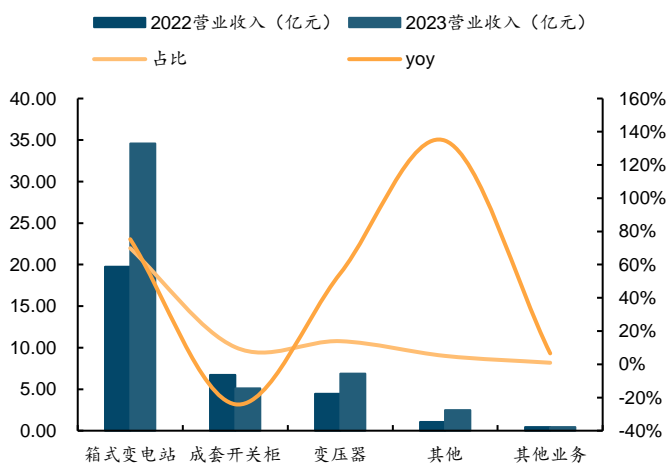
资料来源: 中关村储能产业技术联盟, 华安证券研究所

分业务来看:箱式变电站一直为公司主要收入来源, 公司 2023 年箱式变电站业务营收 34.58 亿元, 同比增加 75.30%, 毛利率 21.51%, 同比增加 2.73pct。成套开关柜业务营收 5.09 亿元, 同比下降 24.09%, 毛利率 18.85%; 变压器业务营收 6.88 亿元, 同比增长 54.64%, 毛利率 28.23%。

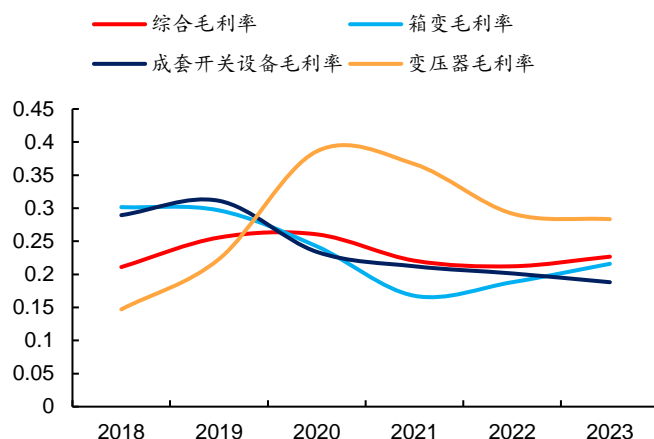
公司主要专注于风电新能源领域的干式变压器, 并且特种海上风电干式变压器的占比有所提升, 公司变压器毛利率高于行业平均水平。主要原因系公司干式变压器为主, 且特种海上风电干式变压器占比提升。随着公司募投项目的推进和箱式变电站新产能的逐步释放, 规模经济效应预期将有效压低单位生产成本。结合大容量箱变在市场上的日益普及, 公司的毛利率有坚实的基础保持稳定并有望进一步提升。

图表 6 2022 年-2023 年公司各业务营收

图表 7 公司分业务毛利率



资料来源：公司年报，华安证券研究所



资料来源：2023 年公司年报，华安证券研究所

公司 2023 年货币资金 29.81 亿元，同比增长 27.42%；经营活动现金流 3.29 亿元，同比增加 14.24%，现金流明显改善。

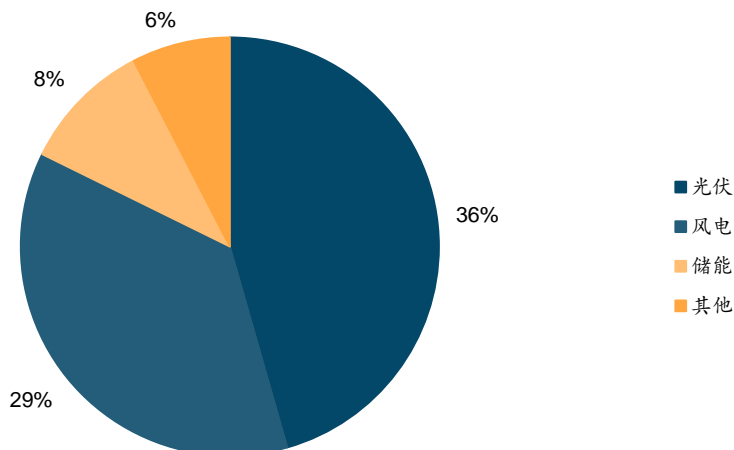
2 下游需求端发力，推动公司收入增长

公司下游聚焦新能源和新基建，拉动公司收入增长

新基建需求增加：各地新基建加速布局，形成激发创新、拓展需求的新动能。得益于新基建的前置性配套电力支持需求，新基建的增长将有利于带动公司相关输配电设备的市场需求。在数据中心领域，公司着重服务于知名的互联网企业和通信运营商，例如腾讯、京东和中国移动等，公司的成套开关设备系列产品在该领域已经得到广泛应用，并且具备成熟可靠的性能。在智能电网领域，公司与国家电网公司和南方电网公司建立了密切的业务合作关系。公司的产品符合节能环保、数字化、智能化以及大容量等行业发展趋势，为智慧能源网络的建设提供了积极支持。

新能源加速转型：公司作为国内领先的新能源领域智能电气解决方案提供商，通过持续的研究创新驱动公司业务发展升级，凭借可靠的产品品质和高效的响应机制深化、拓展客户合作关系，依靠丰富的生产制造经验保障高效率的生产供货，推动了核心产品收入和盈利规模快速增长。2023 年公司在光伏、陆风、海风、储能及其他收入分别占比 36%、29%、8%、6%，光伏、风电、储能领域的业务营收分别同比增加 83%、增加 22%、增加 237%。

图表 8 公司新能源业务收入占比



资料来源：2023 年公司年报，华安证券研究所

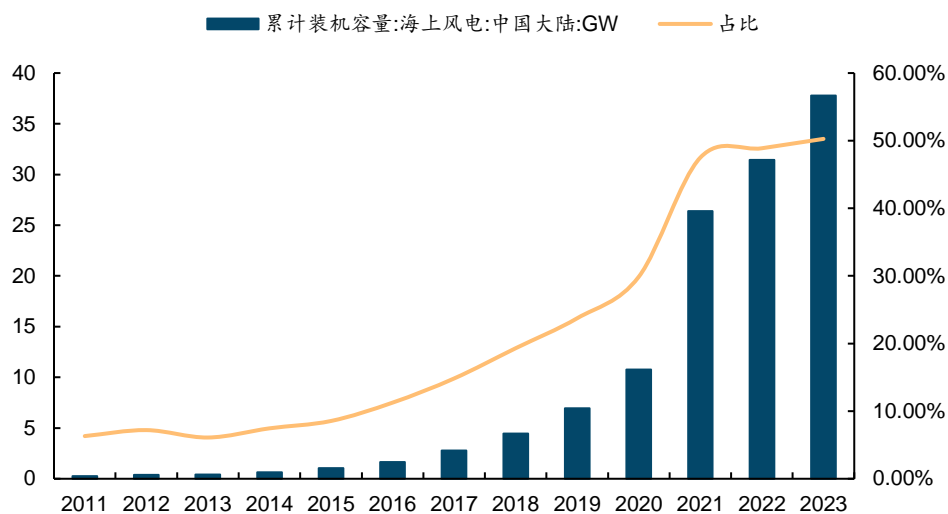
超前布局高电压大容量产品：公司研发出 66kV 升压变压器、气体绝缘开关设备，并实现了批量应用，产品结构从中低压范畴延伸到高压范畴，110/220kV 等高电压主变产品、110kV 电压等级的 GIS 已实现小批量出货，252kV 电压等级的 GIS 也开始投放市场，募投项目大容量变压器及箱式变电站生产线建设项目亦在紧锣密鼓建设当中。

公司研发费用持续增长：2023 年研发投入为 1.61 亿元，同比增加 53.81%；2023 年研发人数为 379 人，占总人数 14.32%。公司研发力度持续加大，通过持续的创新和精准的市场定位，凭借可靠的产品质量和高效的响应机制，已经确立了坚实的客户基础和良好的市场品牌，从而巩固了在国内行业中的领先地位。

3 三海业务带动市场需求

海上风电：2011 年-2021 年中国海上风电在全球海上风电市场中的占比增加趋势明显。然而，到 2022 年占比略有回落。自 2023 年以来，中国海上风电在全球份额重新恢复增长态势。根据全球风能协会数据，截至 2023 年，中国海上风电累计装机量占全球风电总装机量比重已达 50.27%。中国成为全球海上风电单一市场。预计 2024 年开始，新一轮海上风电发展周期即将启动，为公司带来新的增长动能。公司研发的光伏逆变升压一体化装置、海上风电专用干式变压器、海上风电充气式中压环网柜技术达到国际先进水平。大容量海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜作为海上风电并网关键设备，已成功打破外资品牌的垄断，获取批量订单，为我国海上风电行业发展提供有力的保障。

图表 9 中国海上风电装机容量和全球占比



资料来源: iFinD、全球风能协会, 华安证券研究所

海上光伏: 公司根据在海上风电领域积累的经验优势, 推出适用于海上光伏发电应用场景的升压系统解决方案。2023 年 10 月, 公司成功中标国华 HG14 海上光伏 1000MW 项目, 这是目前全球首个进入实施阶段的 GW 级大容量海上光伏项目。公司完全自主研发制造的 66kV 预制式智能化海上升压系统将成为首款 GW 级应用于海上光伏发电项目的 66kV 升压系统, 将打造全国桩基固定式海上光伏项目样板工程。海洋地区拥有丰富的太阳能资源, 加上海面反射的太阳光, 具有巨大的市场潜力。公司已具备提供海上光伏升压解决方案的能力, 随着未来海上光伏装机逐步起步, 公司在此方向将逐步放量。

海外业务: 2023 年, 公司积极参与国际市场, 将海外作为重点开拓市场, 通过与国内知名新能源头部企业合作, 快速扩大公司在国际市场知名度。同时, 公司有序推进业务全球化布局, 重点提升海外营销、质量控制、产品设计方案、服务等关键能力建设, 初步建立间接出海+全球化布局双轮驱动战略模式。2023 年, 公司获得中国 CQC、美国 UL、欧盟 CE、欧洲 DNV-GL 认证等一系列国内外权威机构认证, 为公司全球化布局奠定了坚实基础。

4 投资建议: 成长可期, 给予“买入”评级

公司产品主要应用于新能源、新型基础设施等领域, 随着近年来新能源装机趋势向好、电网投资力度加大, 公司业绩有望进一步提升。我们预计 2024 年-2026 年收入分别为 65.24/83.69/103.92 亿元, 对应增速分别为 31.9%/28.3%/24.2%; 归母净利润分别为 6.69/8.61/10.67 亿元, 对应增速分别为 34.4%/28.7%/23.8%; 对应 PE 分别为 19.77/15.36/12.40。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

行业竞争格局恶化: 随着市场竞争的加剧, 公司可能面临着在未来竞争中处于劣势地位的风险, 这可能导致市场份额的下降。

国内装机需求不及预期: 公司业务收入来源主要是新能源业务, 新能源行业的景气度下降或相关投资需求减少, 导致行业新增装机量明显下降, 将直接影响公司业绩表现。

原材料价格波动风险: 公司生产的箱变和变压器产品所需的主要原材料包括元器件、铜和取向硅钢。如果未来这些主要原材料价格上涨, 将会显著影响公司的毛利率水平。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6792	8459	10686	13158	营业收入	4948	6524	8369	10392
现金	2981	3403	4128	4933	营业成本	3826	5061	6549	8208
应收账款	2144	2833	3650	4561	营业税金及附加	17	26	33	42
其他应收款	72	80	90	103	销售费用	181	261	318	374
预付账款	61	101	164	222	管理费用	128	196	234	260
存货	995	1295	1706	2161	财务费用	-6	-88	-101	-123
其他流动资产	539	746	949	1177	资产减值损失	-53	-55	-49	-58
非流动资产	1044	1115	1119	1118	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	490	495	499	501	营业利润	560	753	968	1199
无形资产	130	146	158	164	营业外收入	0	1	0	0
其他非流动资产	424	473	462	453	营业外支出	0	1	1	0
资产总计	7836	9574	11805	14276	利润总额	560	752	968	1199
流动负债	3561	4622	5990	7388	所得税	62	83	106	132
短期借款	10	5	1	0	净利润	498	669	861	1067
应付账款	1875	2460	3275	4104	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1675	2157	2714	3284	归属母公司净利润	498	669	861	1067
非流动负债	64	57	47	37	EBITDA	618	708	912	1123
长期借款	37	27	17	7	EPS (元)	1.82	2.14	2.76	3.42
其他非流动负债	27	30	30	30					
负债合计	3624	4678	6037	7424					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	312	312	312	312	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2894	2893	2893	2893	成长能力				
留存收益	1005	1690	2563	3646	营业收入	52.9%	31.9%	28.3%	24.2%
归属母公司股东权益	4211	4895	5769	6852	营业利润	90.9%	34.4%	28.6%	23.8%
负债和股东权益	7836	9574	11805	14276	归属于母公司净利润	87.7%	34.4%	28.7%	23.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	22.7%	22.4%	21.7%	21.0%
					净利率 (%)	10.1%	10.1%	10.3%	10.3%
					ROE (%)	11.8%	13.7%	14.9%	15.6%
					ROIC (%)	12.0%	12.0%	13.3%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	46.3%	48.9%	51.1%	52.0%
					净负债比率 (%)	86.1%	95.6%	104.6%	108.4%
					流动比率	1.91	1.83	1.78	1.78
					速动比率	1.52	1.43	1.38	1.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.75	0.78	0.80
					应收账款周转率	2.81	2.62	2.58	2.53
					应付账款周转率	2.51	2.33	2.28	2.22
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.82	2.14	2.76	3.42
					每股经营现金流 (摊薄)	1.05	1.79	2.56	2.80
					每股净资产	13.49	15.68	18.48	21.95
					估值比率				
					P/E	15.58	19.77	15.36	12.40
					P/B	2.10	2.70	2.29	1.93
					EV/EBITDA	9.61	13.96	10.02	7.41

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券电力设备与新能源研究组:

张志邦: 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。