

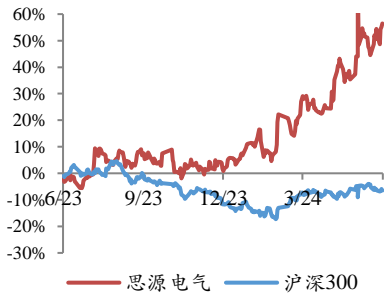
乘电力投资之风，业绩未来可期

评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-12

收盘价（元）	72.30
近 12 个月最高/最低（元）	75.60/44.79
总股本（百万股）	774.05
流通股本（百万股）	602.47
流通股比例（%）	77.83%
总市值（亿元）	559.64
流通市值（亿元）	435.57

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：

● 电力系统行业布局全面，穿越行业周期，带动盈利增长

公司是目前输配电设备行业中少数几家具备电力系统一次设备（传统机械类电力设备）、二次设备（控制类电力设备）、电力电子设备等产品的研发、制造和解决方案能力的厂家之一。2023 年总营收 124.60 亿元，同比增加 18.25%，归母净利润 15.59 亿元，同比增加 27.75%；归母扣非净利润 14.21 亿元，同比增加 21.63%；毛利率 29.50%，同比增长 3.17pct。2024Q1 总营收 26.58 亿元，同比增加 22.36%，归母净利润 3.63 亿元，同比增加 66.32%；归母扣非净利润 3.41 亿元，同比增加 86.96%；毛利率 30.70%，同比增长 4.48pct。

● 产品扩张助力协同发展，优势明显

公司 2006 年仅高压开关、线圈类两大主要业务，收入占比分别为 38%、51%；目前已经形成开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类、工程总包 5 大主要业务，2023 年各块业务收入占比分别为 45%、22%、15%、8%、7%。

● 海外需求端发力，推动公司收入增长

公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。2023 年海外市场新增订单 40.1 亿元，同比增长 34%。

● 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 154.43/191.20/235.81 亿元，对应增速分别为 23.9%/23.8%/23.3%；归母净利润分别为 21.05/25.19/29.67 亿元，对应增速分别为 35.0%/19.7%/17.8%；对应 PE 分别为 26.58/22.22/18.86。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧；汇率波动风险；新产品推进速度不及预期。

● 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	12460	15443	19120	23581
收入同比（%）	18.2%	23.9%	23.8%	23.3%
归属母公司净利润	1559	2105	2519	2967
净利润同比（%）	27.7%	35.0%	19.7%	17.8%
毛利率（%）	29.5%	29.2%	28.7%	28.1%
ROE（%）	15.0%	16.9%	16.8%	16.5%
每股收益（元）	2.02	2.72	3.25	3.83
P/E	25.76	26.58	22.22	18.86
P/B	3.88	4.49	3.74	3.12
EV/EBITDA	17.93	21.05	17.05	14.33

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 穿越行业周期，带动盈利增长	4
2 产品扩张助力协同发展，优势明显	4
3 海外需求端发力，推动公司收入增长	5
4 投资建议：成长可期，给予“买入”评级	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

图表目录

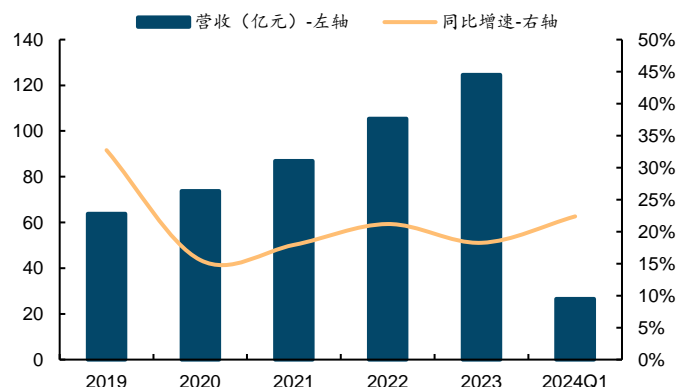
图表 1 2018 年-2024Q1 年公司营收及增速	4
图表 2 2018 年-2024Q1 年公司扣非净利及增速	4
图表 3 公司 2006 年分产品营收分布	5
图表 4 公司 2023 年分产品营收分布	5
图表 5 2022 年-2023 年公司国内外收入情况	5

1 穿越行业周期，带动盈利增长

公司主营业务为输配电设备的研发、生产、销售及服务，是目前输配电设备行业中少数几家具备电力系统一次设备（传统机械类电力设备）、二次设备（控制类电力设备）、电力电子设备等产品的研发、制造和解决方案能力的厂家之一。公司在电力系统行业内有着二十多年的行业经验，积累了丰富且成熟的产品开发和制造经验拥有多项行业领先的核心技术，并积极开展自主可控国产化设备的研发工作，目前在同行业处于领先地位。

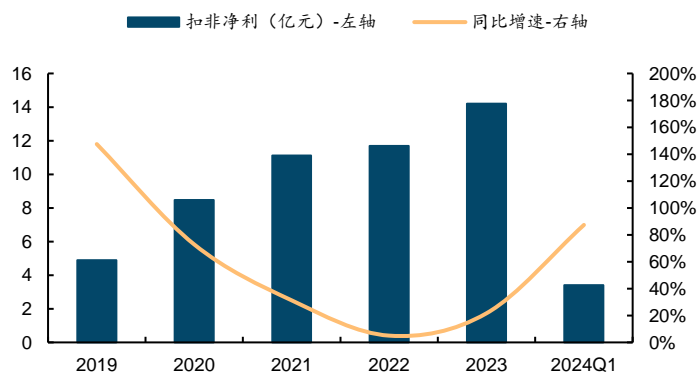
2023年总营收124.60亿元，同比增加18.25%，归母净利润15.59亿元，同比增加27.75%；归母扣非净利润14.21亿元，同比增加21.63%；毛利率29.50%，同比增长3.17pct。2024Q1总营收26.58亿元，同比增加22.36%，归母净利润3.63亿元，同比增加66.32%；归母扣非净利润3.41亿元，同比增加86.96%；毛利率30.70%，同比增长4.48pct，2024Q1公司的营收稳定增长，业绩整体持续向好。

图表 1 2018 年-2024Q1 年公司营收及增速



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 2 2018 年-2024Q1 年公司扣非净利及增速



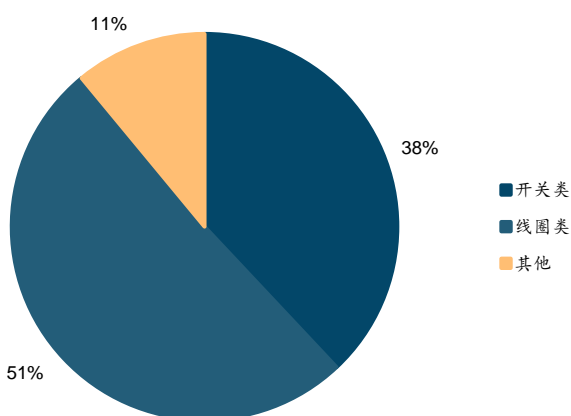
资料来源: ifind, 华安证券研究所

2 产品扩张助力协同发展，优势明显

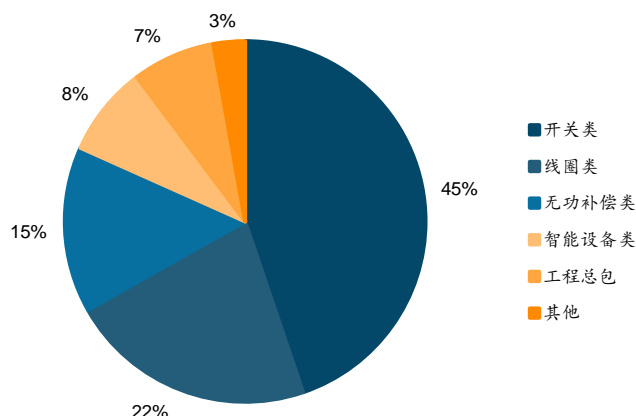
近年来，公司已经从成立时的单一产品，发展成为提供电力系统中一次设备（传统机械类电力设备）、二次设备（控制类电力设备）、电力电子设备、工程总承包（EPC）等多产品及解决方案的提供商。公司在电力系统的基础上，大力发展数字电网与电力电子融合技术，积极拓展静止同步调相机（SSC）、构网型 SVG 和储能成套系统、宽频振荡抑制、高压有源滤波等相关业务；公司积极探索交直流混合配用电领域应用，积极发展分布式新能源多功能融合一体化解决方案、低压直流开关元件、户用光储充一体化系统等相关业务；公司坚持探索功率型储能元件的应用，积极发展汽车电子电器、配网后备电源、混合调频成套系统等相关业务。

从营收结构上来看，公司 2006 年仅高压开关、线圈类 2 大主要业务，收入占比分别为 38%、51%；目前已经形成开关类、线圈类、无功补偿类、智能设备类、工程总包 5 大主要业务，2023 年各块业务收入占比分别为 45%、22%、15%、8%、7%。

图表 3 公司 2006 年分产品营收分布



图表 4 公司 2023 年分产品营收分布



资料来源：2006 年公司年报，华安证券研究所

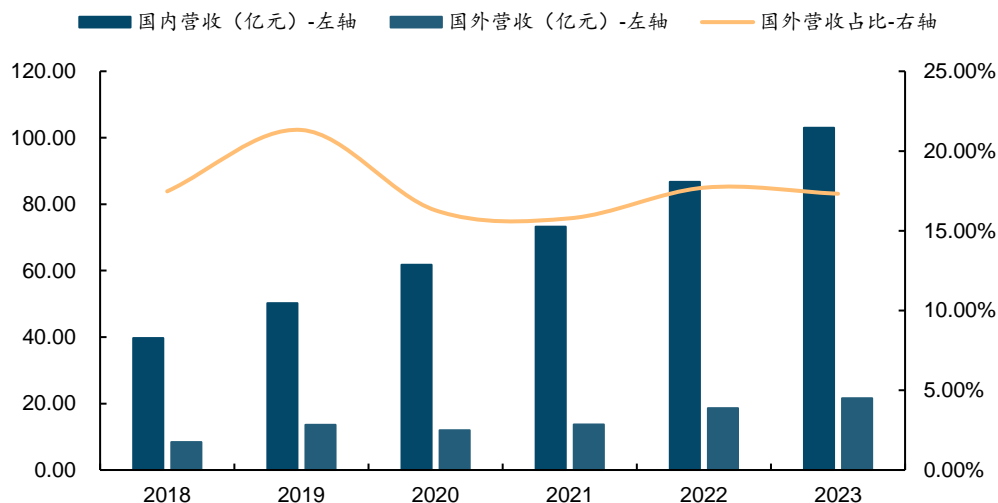
资料来源：2023 年公司年报，华安证券研究所

3 海外需求端发力，推动公司收入增长

公司长期坚持海外战略，持续进行产品和市场投入。2023 年，公司在海外市场新增订单 40.1 亿元，同比增长 34%，海外市场营收为 21.58 亿元，同比增长 15.71%。公司多款产品获得多个海外主要市场的资质认证，已经在 10 多个国家与地区设立了子公司或参股公司，持续开拓海外市场。

随着海外新能源并网需求的快速增长，带来新一轮海外电网基建投资需求。根据彭博新能源财经预计，2022 年至 2030 年全球电网投资累计总额将超过 20 万亿美元，年复合增长率将超过 10%。IEA 预测 2023 年至 2030 年间，全球电网年均投资额将稳步提升至 5,000 亿美元，到 2030 年接近 8,000 亿美元，年复合增长率达到 12.6%。海外市场欧洲、北美洲等电力发达地区输配电设备运行多年，有较大的改造更换空间；东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后，存在较大的新建业务机会。随着公司进一步开拓海外市场，海外电网投资强度增加预计能够给公司带来新一轮增长。

图表 5 2018 年-2023 年公司国内外收入情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

注重研发，新业务持续开拓：公司持续注重研发投入，2023 年研发投入 9.17 亿元，较上年同期增长 36.20%。研发投入占营业收入比例为 7.36%，较上年同期上升了 0.97 个百分点。公司持续加大研发投入，目前在高压套管、电力自动化、储能、变压器、断路器等多个核心产品线中均有创新产品研发，产品线持续丰富以满足客户对整体解决方案日益增长的需求。

在 2023 年，公司成功完成了对烯晶碳能的收购，在双电层超级电容（EDLC）和混合型超级电容（HUC）等核心产品上取得突破进展。未来公司与烯晶碳能将在汽车电力电子、储能等领域进行更深入的合作，完善公司的产业链布局持续延伸，加速公司在新能源车和储能业务的发展。

4 投资建议：成长可期，给予“买入”评级

公司产品主要应用于输配电设备的研发、生产、销售及服务，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 154.43/191.20/235.81 亿元，对应增速分别为 23.9%/23.8%/23.3%；归母净利润分别为 21.05/25.19/29.67 亿元，对应增速分别为 35.0%/19.7%/17.8%；对应 PE 分别为 26.58/22.22/18.86。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

市场竞争加剧：公司主要产品如中性点接地产品、高压开关、电力电容器、互感器、变压器等产品经过多年的发展，技术和市场都相对成熟，主要客户招标采取招标方式，市场竞争激烈。

汇率波动风险：随着未来公司海外业务的持续发展，汇率波动将对公司的经营业绩产生一定的影响。

新产品推进速度不及预期：若产品研发、市场推广以及客户开发的进度持续滞后，将对公司的长期成长空间和速度预期产生显著影响。

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	14756	17978	22815	28624	营业收入	12460	15443	19120	23581
现金	3328	3538	5617	7505	营业成本	8784	10940	13637	16951
应收账款	4339	5332	6743	8375	营业税金及附加	78	100	122	149
其他应收款	210	237	310	357	销售费用	582	710	885	1097
预付账款	336	438	573	763	管理费用	358	448	545	672
存货	2861	3779	4654	5635	财务费用	-3	-112	-119	-191
其他流动资产	3683	4654	4918	5989	资产减值损失	-131	-30	15	-5
非流动资产	3977	4433	4429	4286	公允价值变动收益	13	0	0	0
长期投资	3	4	3	3	投资净收益	20	15	19	24
固定资产	1579	1804	1865	1855	营业利润	1778	2410	2873	3376
无形资产	482	552	607	652	营业外收入	4	5	6	6
其他非流动资产	1913	2072	1953	1776	营业外支出	11	12	13	13
资产总计	18733	22410	27244	32910	利润总额	1771	2403	2866	3369
流动负债	7851	9391	11625	14234	所得税	163	221	261	303
短期借款	82	112	102	127	净利润	1609	2182	2605	3066
应付账款	3968	4862	6136	7628	少数股东损益	49	76	86	98
其他流动负债	3801	4417	5387	6479	归属母公司净利润	1559	2105	2519	2967
非流动负债	217	206	195	189	EBITDA	2069	2499	2963	3394
长期借款	30	50	40	35	EPS (元)	2.02	2.72	3.25	3.83
其他非流动负债	187	156	155	154					
负债合计	8067	9597	11820	14423					
少数股东权益	282	358	444	542	主要财务比率				
股本	774	774	774	774	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	159	190	190	190	成长能力				
留存收益	9451	11491	14016	16981	营业收入	18.2%	23.9%	23.8%	23.3%
归属母公司股东权益	10384	12456	14980	17945	营业利润	32.5%	35.5%	19.2%	17.5%
负债和股东权益	18733	22410	27244	32910	归属于母公司净利润	27.7%	35.0%	19.7%	17.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	29.5%	29.2%	28.7%	28.1%
					净利率 (%)	12.5%	12.5%	13.6%	13.2%
					ROE (%)	15.0%	16.9%	16.8%	16.5%
					ROIC (%)	15.6%	16.0%	16.0%	15.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	43.1%	42.8%	43.4%	43.8%
					净负债比率 (%)	75.6%	74.9%	76.6%	78.0%
					流动比率	1.88	1.91	1.96	2.01
					速动比率	1.33	1.31	1.37	1.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.75	0.77	0.78
					应收账款周转率	3.17	3.19	3.17	3.12
					应付账款周转率	2.40	2.48	2.48	2.46
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.02	2.72	3.25	3.83
					每股经营现金流 (摊薄)	2.94	1.53	2.75	2.98
					每股净资产	13.42	16.09	19.35	23.18
					估值比率				
					P/E	25.76	26.58	22.22	18.86
					P/B	3.88	4.49	3.74	3.12
					EV/EBITDA	17.93	21.05	17.05	14.33

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述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。