

华明装备 (002270.SZ)

上半年经营稳健，海外业务规模持续增长

优于大市

核心观点

上半年业绩符合预期，收入利润实现稳健增长。2024年上半年公司实现营业收入11.21亿元，同比+23.24%，实现归母净利润3.15亿元，同比+9.64%，扣非净利润2.94亿元，同比+14.88%。上半年公司销售毛利率为47.76%，同比-6.58pct.，销售净利率28.40%，同比-3.61pct.。

二季度业绩环比大幅增长，电力工程收入占比提升拉低毛利率。二季度公司实现收入6.70亿元，同比+34.73%，环比+48.41%；实现归母净利润1.8亿元，同比+11.07%，环比+47.80%；扣非净利润1.68亿元，同比+8.80%，环比+32.92%。二季度公司销售毛利率44.63%，同比-12.10pct.，环比-7.76pct.。我们认为，二季度公司毛利率下降主要系低毛利的电力工程业务收入占比提升引起。

电力设备出口收入占比达26%，海外业务毛利率超60%。2024年上半年，公司电力设备业务毛利率为59.60%，同比+0.38pct.，其中国内（不含间接出口）收入6.18亿元，直接出口收入1.3亿元，间接出口收入0.84亿元，直接+间接出口收入占比达到26%。上半年公司海外业务毛利率63.22%，同比+2.19pct.。

特高压直流换流变压器有载分接开关实现批量交付。2022年11月国内首台采用公司所生产分接开关的换流变压器在“±500kV溪洛渡直流输电工程”从西换流站正式投入运行。2023年10月，公司与客户完成特高压产品的批量化销售商业合同的签订。2024年6月，上述批量化销售合同项下特高压产品均已完成交付。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到分接开关国内市场需求和公司数控设备业务情况，小幅下调盈利预测。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润6.50/7.97/9.57亿元（原预测值为6.65/8.06/9.74亿元），当前股价对应PE分别为27/22/18倍，维持“优于大市”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	2,375	2,748	3,219
(+/-%)	11.7%	14.6%	21.1%	15.7%	17.2%
净利润(百万元)	359	542	650	797	957
(+/-%)	-13.8%	50.9%	19.8%	22.6%	20.1%
每股收益(元)	0.40	0.61	0.72	0.89	1.07
EBIT Margin	24.4%	28.9%	31.3%	33.8%	34.8%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	16.2%	19.6%	23.4%	25.9%
市盈率 (PE)	47.8	31.7	26.5	21.6	18.0
EV/EBITDA	37.8	28.8	21.7	17.9	15.2
市净率 (PB)	5.15	5.11	5.23	4.81	4.40

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

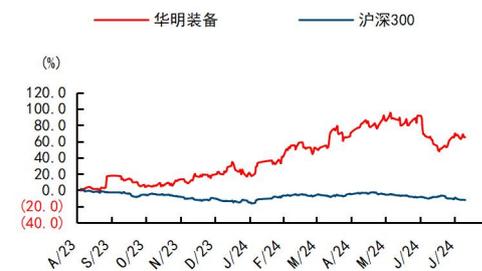
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.17元
总市值/流通市值	17181/14554百万元
52周最高价/最低价	22.83/11.30元
近3个月日均成交额	198.68百万元

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) - 分接开关龙头持续高分红，积极布局欧美市场》——2024-04-13

《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

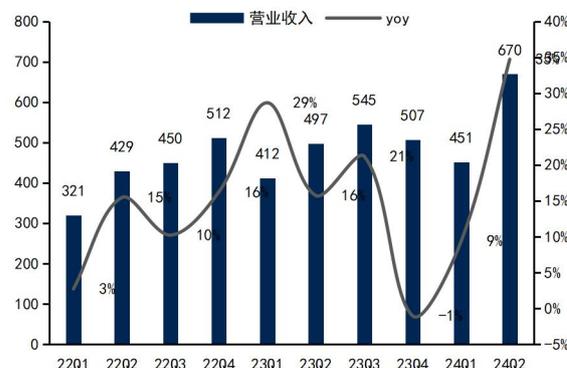
上半年业绩符合预期,收入利润实现稳健增长。2024年上半年公司实现营收11.21亿元,同比+23.24%,实现归母净利润3.15亿元,同比+9.64%,扣非净利润2.94亿元,同比+14.88%。上半年公司销售毛利率为47.76%,同比-6.58pct.,销售净利率28.40%,同比-3.61pct.。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



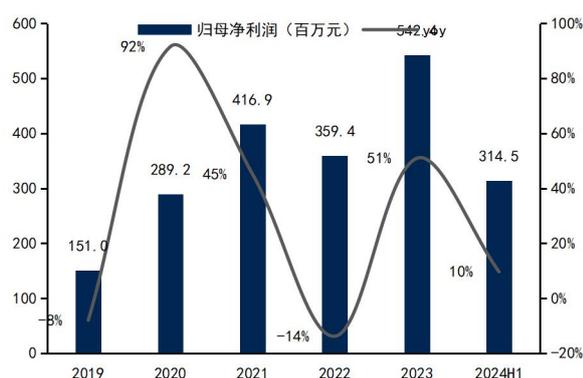
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



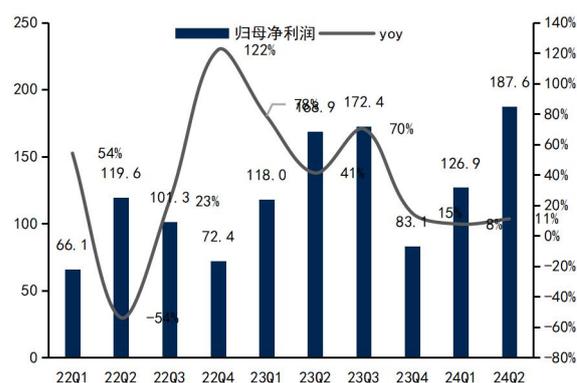
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



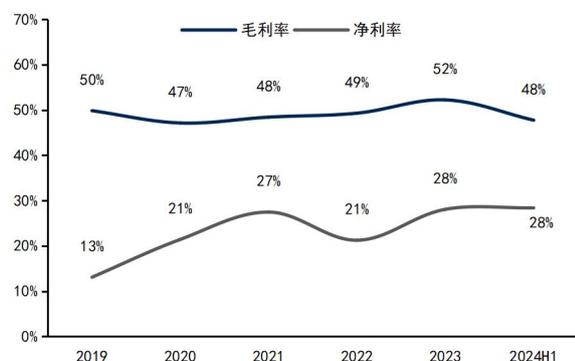
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

二季度业绩环比大幅增长, 电力工程收入占比提升拉低毛利率。二季度公司实现

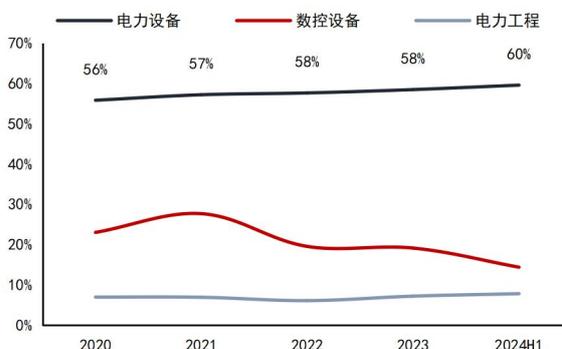
收入 6.70 亿元，同比+34.73%，环比+48.41%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比+11.07%，环比+47.80%；扣非净利润 1.68 亿元，同比+8.80%，环比+32.92%。二季度公司销售毛利率 44.63%，同比-12.10pct.，环比-7.76pct.。我们认为，二季度公司毛利率下降主要系低毛利的电力工程业务收入占比提升引起。

图7：公司分业务营业收入（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8：公司分产品毛利率（单位：%）



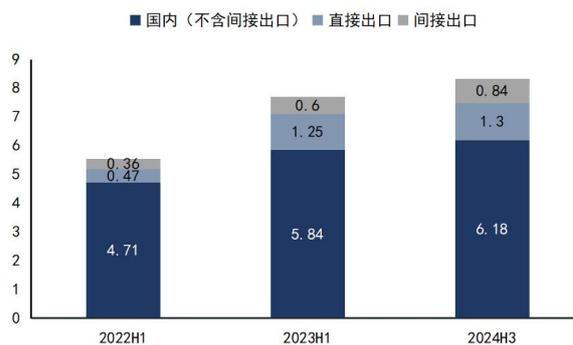
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司海外营业收入与占比（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10：公司分地区电力设备业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力设备出口收入占比达 26%，海外业务毛利率超 60%。2024 年上半年，公司电力设备业务毛利率为 59.60%，同比+0.38pct.，其中国内（不含间接出口）收入 6.18 亿元，直接出口收入 1.3 亿元，间接出口收入 0.84 亿元，直接+间接出口收入占比达到 26%。上半年公司海外业务毛利率 63.22%，同比+2.19pct.。

特高压直流换流变压器有载分接开关实现批量交付。2022 年 11 月国内首台采用公司所生产分接开关的换流变压器在“±500kV 溪洛渡直流输电工程”从西换流站正式投入运行。2023 年 10 月，公司与客户完成特高压产品的批量化销售商业合同的签订。2024 年 6 月，上述批量化销售合同项下特高压产品均已完成交付。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优大于市”评级。考虑到分接开关国内市场需求和公司数控设备业务情况，小幅下调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 6.50/7.97/9.57 亿元（原预测值为 6.65/8.06/9.74 亿元），当前股价对应 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“优大于市”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 (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
002270.SZ	华明装备	19.17	172	0.61	0.72	0.89	31.7	26.5	21.6	16.2	优大于市
600312.SH	平高电气	19.53	265	0.60	0.86	1.07	32.6	22.7	18.3	8.1	-
002028.SZ	思源电气	66.23	513	2.01	2.65	3.30	33.0	25.0	20.1	15.0	-
688676.SH	金盘科技	41.2	188	1.18	1.66	2.33	34.9	24.8	17.7	15.3	-

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1012	1055	1151	1528	2034	营业收入	1712	1961	2375	2748	3219
应收款项	787	659	651	753	882	营业成本	868	937	1149	1305	1514
存货净额	306	365	504	572	664	营业税金及附加	27	31	32	37	39
其他流动资产	521	707	402	391	151	销售费用	200	212	228	242	280
流动资产合计	2888	2984	2855	3405	3908	管理费用	131	136	145	154	171
固定资产	910	888	850	907	956	研发费用	69	78	78	82	97
无形资产及其他	213	161	151	140	129	财务费用	9	(11)	2	2	4
其他长期资产	368	347	356	275	322	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)
资产总计	4450	4518	4351	4865	5453	其他收入	3	9	3	4	5
短期借款及交易性金融负债	266	126	0	0	0	营业利润	407	622	759	935	1126
应付款项	305	386	252	286	332	营业外净收支	12	24	15	15	15
其他流动负债	159	146	304	340	393	利润总额	419	646	774	950	1141
流动负债合计	762	741	604	681	789	所得税费用	55	95	116	142	171
长期借款及应付债券	260	220	270	420	570	少数股东损益	4	8	9	10	13
其他长期负债	89	194	194	194	194	归属于母公司净利润	359	542	650	797	957
长期负债合计	350	415	465	615	765	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1111	1155	1068	1296	1554	净利润	359	542	650	797	957
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	3262	3539	3859	折旧摊销	68	70	99	104	112
负债和股东权益总计	4450	4518	4351	4866	5456	公允价值变动损失	(0)	(7)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	9	(11)	2	2	4
每股收益	0.40	0.61	0.72	0.89	1.07	营运资本变动	157	(49)	213	(95)	110
每股红利	0.56	0.82	0.58	0.71	0.85	其它	(69)	67	5	7	9
每股净资产	3.73	3.75	3.66	3.98	4.35	经营活动现金流	496	622	962	807	1184
ROIC	10%	15%	19%	22%	24%	资本开支	(69)	(63)	(50)	(150)	(150)
ROE	12%	16%	20%	23%	26%	其它投资现金流	(111)	69	0	91	(37)
毛利率	49%	52%	52%	53%	53%	投资活动现金流	(180)	6	(50)	(59)	(187)
EBIT Margin	24%	29%	31%	34%	35%	权益性融资	485	(15)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	32%	35%	38%	38%	负债净变化	(257)	(122)	(76)	150	150
收入增长	12%	15%	21%	16%	17%	支付股利、利息	(247)	(502)	(738)	(520)	(637)
净利润增长率	-14%	51%	20%	23%	20%	其它融资现金流	(248)	(81)	(126)	0	0
资产负债率	25%	26%	25%	27%	28%	融资活动现金流	(28)	(628)	(816)	(372)	(491)
股息率	2.9%	4.3%	3.0%	3.7%	4.5%	现金净变动	288	1	96	377	506
P/E	47.8	31.7	26.5	21.6	18.0	货币资金的期初余额	762	1012	1055	1151	1528
P/B	5.1	5.1	5.2	4.8	4.4	货币资金的期末余额	1012	1055	1151	1528	2034
EV/EBITDA	37.8	28.8	21.7	17.9	15.2	企业自由现金流	517	441	894	648	1024
						权益自由现金流	252	329	816	796	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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