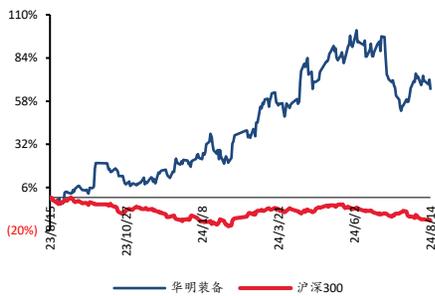


## 华明装备 2024 年半年报点评：变压器分接开关增长与盈利态势较好，海外值得期待

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股)      | 8.96/8.96     |
| 总市值/流通(亿元)      | 167.33/167.33 |
| 12 个月内最高/最低价(元) | 22.83/11.3    |

### 相关研究报告

<<华明装备 2024 年一季报点评：业绩符合预期，电力设备业务持续稳健增长>>--2024-04-25

<<产品结构改善&海外收入高增，盈利能力持续增强>>--2024-04-14

<<华明装备 2023 年业绩预告点评：利润实现较快增长，海外有望厚积薄发\_20240125>>--2024-01-28

### 证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

### 研究助理：万伟

电话：

E-MAIL:

一般证券业务登记编号：S1190122090006

事件：公司发布 2024 年半年报，业绩符合预期。

1) 公司 2024H1 实现收入 11.21 亿，同比+23.24%；实现归母净利润 3.15 亿，同比+9.64%；扣非净利润 2.94 亿，同比+14.88%；

2) 对应 2024Q2 收入 6.70 亿，同比+34.73%，环比+48.41%；归母净利润 1.88 亿，同比+11.07%，环比+47.80%；扣非净利润 1.68 亿，同比+8.80%，环比+32.92%；

3) 本报告期公司按每 10 股派发现金红利 2.7 元（含税），与去年同期相同；总共分配现金股利 2.42 亿元（含税），股利支付率为 77%。

**电力设备业务：收入稳健增长，毛利率依然维持高水平。**

1) 2024H1 收入 8.32 亿元，同比+8.16%；其中 2024Q2 收入 4.40 亿元，同比+3%，环比+12%；

2) 2024H1 直接出口 1.30 亿元，同比+4%；间接出口 0.84 亿元，同比+40%；直接+间接出口占电力设备收入比例达到 26%；

3) 2024H1 毛利率 59.60%，同比+0.38pct；2024Q2 毛利率预计达到 61%左右；上半年公司海外业务毛利率 63.21%，同比+2.19pct。

**数控设备&电力工程：得益于项目施工进度，电力工程收入大幅增长。**

1) 2024H1 数控设备收入 0.78 亿元，同比-5.20%；毛利率 14.40%，同比-6.37pct；

2) 2024H1 电力工程收入 1.84 亿元，同比+531.56%；毛利率 7.82%，同比-2.07pct。

**电力工程确收较多拉低整体毛利率，费用管控较好。**

1) 2024H1 公司整体毛利率 47.76%，同比-6.58pct；其中 2024Q2 毛利率 44.63%，同比-12.10pct，环比-7.76pct；整体毛利率大幅下降主要由于 Q2 电力工程确收较多影响；

2) 2024H1 公司期间费用率同比-4.36pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.85pct、-1.29pct、-1.23pct、+0.01pct，费用管控良好。

**总结：盈利能力无需担忧，海外期待新一轮厚积薄发。**

1) 公司 2024Q2 毛利率较低主要是电力工程影响，核心业务分接开关毛利率依然保持高水平；因此，公司盈利能力无需担心；

2) 在 2023 年海外收入高基数背景下，今年海外增速下滑是情理之中；

3) 公司正积极推进东南亚（在印尼设工厂）、欧洲（加强销售队伍建设）、美国（前期调研）等海外市场布局；我们认为随着这些海外战略布局逐步落地，公司海外业绩有望在未来 2-3 年迎来新一轮高增期。

**投资建议：**受益于海外需求的加速以及国内电网投资稳健增长，公司业绩有望实现稳健增长。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 24.48/27.95/31.86 亿元（前值为 23.56/28.07/33.22 亿元），同比+24.84%/+14.15%/+14.01%；归母净利润分别为 6.51/7.87/9.31 亿元（前值为 6.71/8.27/9.91 亿元），同比+19.99%/+20.86%/+18.30%；EPS 分别为

0.73/0.88/1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 26/21/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电网投资不及预期、海外市场拓展不及预期、行业竞争加剧等。

#### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 1,961  | 2,448  | 2,795  | 3,186  |
| 营业收入增长率(%) | 14.57% | 24.84% | 14.15% | 14.01% |
| 归母净利润（百万元） | 542    | 651    | 787    | 931    |
| 净利润增长率(%)  | 50.90% | 19.99% | 20.86% | 18.30% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.61   | 0.73   | 0.88   | 1.04   |
| 市盈率（PE）    | 23.15  | 25.71  | 21.27  | 17.98  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

|          | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 1,012 | 1,055 | 920   | 1,480 | 2,133 |
| 应收和预付款项  | 838   | 757   | 1,109 | 1,206 | 1,348 |
| 存货       | 306   | 365   | 486   | 521   | 582   |
| 其他流动资产   | 732   | 807   | 931   | 1,047 | 1,183 |
| 流动资产合计   | 2,888 | 2,984 | 3,447 | 4,255 | 5,247 |
| 长期股权投资   | 71    | 138   | 189   | 245   | 301   |
| 投资性房地产   | 0     | 4     | 6     | 8     | 11    |
| 固定资产     | 774   | 865   | 905   | 938   | 973   |
| 在建工程     | 136   | 23    | -3    | -35   | -79   |
| 无形资产开发支出 | 213   | 161   | 134   | 100   | 66    |
| 长期待摊费用   | 14    | 32    | 32    | 32    | 32    |
| 其他非流动资产  | 3,255 | 3,295 | 3,776 | 4,571 | 5,551 |
| 资产总计     | 4,463 | 4,518 | 5,039 | 5,859 | 6,855 |
| 短期借款     | 100   | 60    | 19    | -52   | -108  |
| 应付和预收款项  | 305   | 386   | 478   | 538   | 607   |
| 长期借款     | 260   | 220   | 220   | 220   | 220   |
| 其他负债     | 458   | 489   | 546   | 582   | 623   |
| 负债合计     | 1,124 | 1,155 | 1,263 | 1,288 | 1,343 |
| 股本       | 227   | 227   | 227   | 227   | 227   |
| 资本公积     | 1,265 | 1,265 | 1,265 | 1,265 | 1,265 |
| 留存收益     | 1,841 | 1,872 | 2,285 | 3,072 | 4,002 |
| 归母公司股东权益 | 3,334 | 3,350 | 3,755 | 4,542 | 5,472 |
| 少数股东权益   | 5     | 13    | 20    | 30    | 41    |
| 股东权益合计   | 3,339 | 3,363 | 3,775 | 4,571 | 5,513 |
| 负债和股东权益  | 4,463 | 4,518 | 5,039 | 5,859 | 6,855 |

**现金流量表 (百万)**

|        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 496   | 622   | 289   | 721   | 791   |
| 投资性现金流 | -180  | 6     | -126  | -80   | -74   |
| 融资性现金流 | -28   | -628  | -301  | -82   | -64   |
| 现金增加额  | 332   | 5     | -134  | 560   | 653   |

**利润表 (百万)**

|         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 1,712 | 1,961 | 2,448 | 2,795 | 3,186 |
| 营业成本    | 868   | 937   | 1,252 | 1,391 | 1,559 |
| 营业税金及附加 | 27    | 31    | 32    | 34    | 35    |
| 销售费用    | 200   | 212   | 215   | 243   | 271   |
| 管理费用    | 131   | 136   | 135   | 145   | 159   |
| 财务费用    | 9     | -11   | 2     | 1     | -6    |
| 资产减值损失  | -19   | -3    | -7    | -8    | -10   |
| 投资收益    | 4     | 11    | 14    | 15    | 18    |
| 公允价值变动  | 0     | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 407   | 622   | 740   | 897   | 1,072 |
| 其他非经营损益 | 12    | 24    | 17    | 18    | 19    |
| 利润总额    | 419   | 646   | 757   | 915   | 1,091 |
| 所得税     | 55    | 95    | 98    | 119   | 149   |
| 净利润     | 364   | 551   | 658   | 796   | 942   |
| 少数股东损益  | 4     | 8     | 8     | 9     | 11    |
| 归母股东净利润 | 359   | 542   | 651   | 787   | 931   |

**预测指标**

|               | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率           | 49.30%  | 52.23% | 48.86% | 50.24% | 51.06% |
| 销售净利率         | 21.00%  | 27.66% | 26.58% | 28.15% | 29.21% |
| 销售收入增长率       | 11.70%  | 14.57% | 24.84% | 14.15% | 14.01% |
| EBIT 增长率      | 53.05%  | 39.36% | 27.26% | 20.79% | 18.36% |
| 净利润增长率        | -13.79% | 50.90% | 19.99% | 20.86% | 18.30% |
| ROE           | 10.78%  | 16.19% | 17.33% | 17.32% | 17.01% |
| ROA           | 8.05%   | 12.01% | 12.92% | 13.43% | 13.57% |
| ROIC          | 9.47%   | 13.58% | 16.03% | 16.46% | 16.35% |
| EPS (X)       | 0.42    | 0.61   | 0.73   | 0.88   | 1.04   |
| PE (X)        | 18.33   | 23.15  | 25.71  | 21.27  | 17.98  |
| PB (X)        | 2.07    | 3.78   | 4.46   | 3.68   | 3.06   |
| PS (X)        | 4.03    | 6.45   | 6.83   | 5.99   | 5.25   |
| EV/EBITDA (X) | 12.44   | 17.25  | 18.88  | 15.28  | 12.46  |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。