

研究所：

证券分析师：李航 S0350521120006  
lih11@ghzq.com.cn

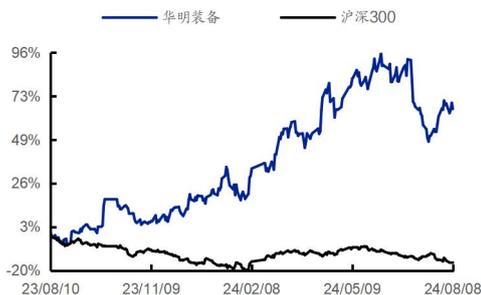
证券分析师：王刚 S0350524020001  
wangg06@ghzq.com.cn

## 电力设备业务经营稳健，间接出口

### 有望贡献增量

## ——华明装备（002270）2024年半年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2024/08/09

表现	1M	3M	12M
华明装备	-0.4%	-9.0%	65.9%
沪深300	-3.1%	-9.1%	-16.0%

#### 市场数据

2024/08/09

当前价格（元）	19.17
52周价格区间（元）	11.30-22.83
总市值（百万）	17,180.64
流通市值（百万）	14,554.34
总股本（万股）	89,622.54
流通股本（万股）	75,922.47
日均成交额（百万）	148.60
近一月换手（%）	1.19

#### 相关报告

- 《华明装备（002270）2023年三季度业绩点评：Q3业绩持续增长，盈利能力显著提升（买入）\*电网设备\*李航》——2023-10-26
- 《华明装备（002270）2023年上半年业绩点评：国内变压器分接开关龙头，海外业绩高增（买入）\*电网设备\*李航》——2023-08-12

#### 事件：

华明装备2024年8月9日发布2024年半年度报告：2024H1，公司实现营收11.2亿元，同比+23%；归母净利润3.1亿元，同比+10%；扣非归母净利润2.9亿元，同比+15%；销售毛利率47.8%，同比-6.6pct；销售净利率28.4%，同比-3.6pct。

其中，2024Q2，营收6.7亿元，环比+48%，同比+35%；归母净利润1.9亿元，环比+48%，同比+11%；扣非归母净利润1.7亿元，环比+33%，同比+9%；销售毛利率44.6%，环比-7.8pct，同比-12.1pct；销售净利率28.3%，环比-0.3pct，同比-6.0pct。

#### 投资要点：

- **电力设备回归稳健增速，电力工程业务营收快速增长但利润贡献有限。**2024H1，公司实现电力设备营收8.3亿元，同比+8%，毛利率59.6%，同比+0.4pct；电力工程营收1.8亿元，同比+532%，毛利率7.8%，同比-2.1pct；数控装备营收0.8亿元，同比-5%，毛利率14.4%，同比-6.4pct。从盈利能力看，电力设备业务是公司主要盈利来源，该业务增速回归到10%以内的常态增速。尽管电力工程业务营收大幅增长，但营收规模及毛利率较低，对利润贡献有限。
- **公司期间费用率持续下降，保持高分红。**2024H1，公司销售期间费用率14.8%，同比-4.4pct。其中，销售费用率7.5%，同比-1.8pct；管理费用率5.4%，同比-1.3pct；研发费用率2.8%，同比-1.2pct。2024H1，公司分红2.4亿元，股利支付率77%。
- **电力设备国内业务有望维持稳健，间接出口有望贡献新增量。**随着全社会用电量的增长，发电装机容量和电网投资建设保持了持续增长，国内业务有望维持稳健增长。世界能源结构转型以及欧美电力投资加速等拉动了变压器的海外需求，也给公司带来了新的发展和机遇，包括公司直接出口和间接出口。尤其是，随着国内变压器企业出海，带动公司间接出口快速增长，2024H1公司间接出口0.84亿元，同比+40%。

- 盈利预测和投资评级：**公司是国内分接开关龙头企业，预计2024-2026年公司有望实现营业收入24/28/32亿元，同比增速分别为+24%、+15%、+15%；归母净利润为6.5/7.7/9.1亿元，同比增速分别为+20%、+18%、+18%，当前股价对应PE分别为26X、22X、19X。由于国内电力设备业务回归常态增速，海外业务处于稳步开拓期，我们下调公司评级为“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险，汇率波动风险，海外市场拓展不及预期，特高压产品应用推广不及预期，国网投资不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1961	2429	2799	3210
增长率(%)	15	24	15	15
归母净利润（百万元）	542	652	768	910
增长率(%)	51	20	18	18
摊薄每股收益（元）	0.61	0.73	0.86	1.02
ROE(%)	16	19	21	23
P/E	23.15	26.35	22.36	18.87
P/B	3.78	4.91	4.66	4.39
P/S	6.45	7.07	6.14	5.35
EV/EBITDA	17.25	19.48	16.65	14.27

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华明装备盈利预测表

证券代码:	002270				股价:	19.17		投资评级:	增持		日期:	2024/08/09	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值				2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	16%	19%	21%	23%	EPS				0.61	0.73	0.86	1.02	
毛利率	52%	48%	47%	48%	BVPS				3.74	3.90	4.12	4.37	
期间费率	17%	13%	13%	12%	<b>估值</b>								
销售净利率	28%	27%	27%	28%	P/E				23.15	26.35	22.36	18.87	
<b>成长能力</b>					P/B				3.78	4.91	4.66	4.39	
收入增长率	15%	24%	15%	15%	P/S				6.45	7.07	6.14	5.35	
利润增长率	51%	20%	18%	18%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.44	0.52	0.56	0.60	<b>营业收入</b>				<b>1961</b>	<b>2429</b>	<b>2799</b>	<b>3210</b>	
应收账款周转率	4.12	4.73	4.43	4.47	<b>营业成本</b>				937	1269	1469	1678	
存货周转率	2.79	3.00	2.82	2.80	<b>营业税金及附加</b>				31	32	36	41	
<b>偿债能力</b>					<b>销售费用</b>				212	189	201	218	
资产负债率	26%	27%	28%	29%	<b>管理费用</b>				136	141	151	167	
流动比	4.03	3.56	3.39	3.31	<b>财务费用</b>				-11	-6	-1	0	
速动比	3.24	2.77	2.59	2.51	<b>其他费用/(-收入)</b>				78	73	78	80	
					<b>营业利润</b>				<b>622</b>	<b>745</b>	<b>881</b>	<b>1044</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业外净收支</b>				24	26	30	34	
现金及现金等价物	1111	870	820	762	<b>利润总额</b>				<b>646</b>	<b>771</b>	<b>911</b>	<b>1078</b>	
应收款项	659	917	1018	1182	<b>所得税费用</b>				95	109	131	154	
存货净额	365	479	561	638	<b>净利润</b>				551	661	780	924	
其他流动资产	848	987	1148	1296	<b>少数股东损益</b>				8	9	11	13	
<b>流动资产合计</b>	<b>2984</b>	<b>3253</b>	<b>3546</b>	<b>3879</b>	<b>归属于母公司净利润</b>				<b>542</b>	<b>652</b>	<b>768</b>	<b>910</b>	
固定资产	865	899	942	976	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
在建工程	23	22	21	20	<b>经营活动现金流</b>				<b>622</b>	<b>396</b>	<b>641</b>	<b>730</b>	
无形资产及其他	508	470	407	345	<b>净利润</b>				542	652	768	910	
长期股权投资	138	200	264	327	<b>少数股东损益</b>				8	9	11	13	
<b>资产总计</b>	<b>4518</b>	<b>4844</b>	<b>5180</b>	<b>5546</b>	<b>折旧摊销</b>				99	94	99	103	
短期借款	60	60	60	60	<b>公允价值变动</b>				-7	0	0	0	
应付款项	386	497	585	665	<b>营运资金变动</b>				-9	-339	-211	-264	
合同负债	83	84	104	116	<b>投资活动现金流</b>				<b>6</b>	<b>-117</b>	<b>-99</b>	<b>-90</b>	
其他流动负债	212	273	297	331	<b>资本支出</b>				-61	-39	-45	-38	
<b>流动负债合计</b>	<b>741</b>	<b>914</b>	<b>1046</b>	<b>1172</b>	<b>长期投资</b>				66	-65	-67	-66	
长期借款及应付债券	220	220	220	220	<b>其他</b>				2	-13	13	15	
其他长期负债	194	192	192	192	<b>筹资活动现金流</b>				<b>-628</b>	<b>-523</b>	<b>-592</b>	<b>-698</b>	
<b>长期负债合计</b>	<b>415</b>	<b>412</b>	<b>412</b>	<b>412</b>	<b>债务融资</b>				-178	2	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>1155</b>	<b>1326</b>	<b>1458</b>	<b>1584</b>	<b>权益融资</b>				1	0	0	0	
股本	227	227	227	227	<b>其它</b>				-451	-525	-592	-698	
股东权益	3363	3518	3721	3962	<b>现金净增加额</b>				<b>5</b>	<b>-241</b>	<b>-50</b>	<b>-58</b>	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4518</b>	<b>4844</b>	<b>5180</b>	<b>5546</b>									

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，分析师，华中科技大学博士，电气工程专业，4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖电气设备及储能等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

张竞元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

### 【分析师承诺】

李航，王刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。