

业绩符合预期, 畅享周期红利

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营业收入17.1亿元, 同比增长11.7%; 实现归母净利润3.6亿元, 同比下降13.8%; 实现扣非归母净利润3.4亿元, 同比增长90.6%。其中四季度公司实现营业收入5.1亿元, 同比增长16.2%; 实现归母净利润0.7亿元, 同比增长122.0%; 实现扣非归母净利润0.6亿元, 同比增长224.3%。
- **营收稳健增长, 费用管控良好。** 公司是国内细分市场的领军企业, 出货量稳居国内第一、世界第二, 国内500kV以下的市场竞争中具有绝对领先地位。2022年, **收入端:** 公司核心业务-电力设备业务继续保持增长, 新签销售订单、营业收入均创历史新高。2022年新签电力设备业务订单15.8亿元, 同比增长20.6%, 实现营业收入13.5亿元, 同比增长14.7%。**费用端:** 财务费用不断改善, 报告期内, 公司完成了向特定对象的非公开发行, 募资资金总额为人民币5亿元, 用于偿还债务和补充流动资金, 有息负债减少使得公司财务费用同比减少86.1%。
- **特高压布局加快, 公司具备领先优势。** 近年来公司推出了包括特高压产品在内的各系列全新产品, 着重于进一步提升产品的稳定性和安全性, 同时具有较高的技术附加值。2022年11月公司自主研发的换流变分接开关在“±500kV溪洛渡直流输电工程”从西换流站正式投入运行, 填补了长期以来特高压有载换流变分接开关国产品牌的空白。目前国内特高压变压器中分接开关绝大部分为进口设备, 2022年为国产替代元年, 公司作为龙头及先行者, 有望率先受益特高压分接开关国产替代, 且特高压领域认证周期久, 投入大, 公司具备更深“护城河”。
- **新加坡设立全资子公司, 积极拓展海外市场。** 公司4月公告全资子公司上海华明在新加坡投资设立华明新加坡工程有限公司, 上海华明持有100%股权。公司在新加坡已设立分接开关业务子公司的基础上, 此次新设立新能源发电业务子公司, 彰显公司海外拓展的决心, 并进一步加强海外业务之间的协同作用, 且海外光伏发电收益率相较国内更高, 带动整体稳步向上。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营收分别为21.4亿元、26.5亿元、30.2亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为36.4%/32%/16.5%。公司为分接开关国内绝对龙头, 积极拓展海外市场, 同时高毛利的运维检修服务业务有望迎高速增长, 给予公司2023年21倍PE, 对应目标价11.55元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨的风险; 海外市场开拓或不及预期; 检修业务进展或不及预期; 国网投资不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1711.67	2138.32	2650.88	3023.78
增长率	11.70%	24.93%	23.97%	14.07%
归属母公司净利润(百万元)	359.44	490.10	646.82	753.67
增长率	-13.79%	36.35%	31.98%	16.52%
每股收益EPS(元)	0.40	0.55	0.72	0.84
净资产收益率ROE	10.90%	11.20%	13.13%	13.57%
PE	24	17	13	11
PB	2.56	1.93	1.72	1.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.96
流通A股(亿股)	7.59
52周内股价区间(元)	5.53-10.39
总市值(亿元)	85.41
总资产(亿元)	40.97
每股净资产(元)	3.75

相关研究

1. 华明装备(002270): 盈利短期承压, 费用率管控优秀 (2022-10-27)
2. 华明装备(002270): 国内分接开关龙头, 拓展海外打开增长空间 (2022-08-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司分接开关产品市占率位于国内第一，全球第二。公司聚焦主业，有望随着下游电网投资需求提升，带动公司分接开关产品快速放量，预计 2023-2025 年公司分接开关的全球市占率分别提升至 38%/41%/42%。

假设 2：毛利率方面，海外业务预计未来成为公司新的增长空间，公司有望逐步侵蚀海外份额。海外业务+运维检修业务占比提升，驱动公司整体毛利率向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电力设备	收入	1349.72	1731.05	2190.80	2502.02
	增速	14.67%	28.25%	26.56%	14.21%
	毛利率	57.66%	57.80%	58.00%	58.20%
数控设备	收入	150.06	157.57	165.45	173.72
	增速	-3.55%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	19.56%	20.00%	20.00%	20.00%
电力工程	收入	166.30	199.56	239.48	287.37
	增速	8.60%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	6.10%	6.00%	6.00%	6.00%
服务收入及其他	收入	45.59	50.14	55.16	60.67
	增速	-2.16%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	57.40%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	1711.67	2138.32	2650.88	3023.78
	增速	11.70%	24.93%	23.97%	14.07%
	毛利率	49.30%	50.11%	50.87%	50.98%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合公司业务范围，我们选取电网设备行业主流公司许继电气、国电南瑞、思源电气、良信股份、宏力达进行估值比较，较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
000400.SZ	许继电气	217	21.52	0.75	0.98	1.38	1.60	28.69	21.96	15.59	13.45
600406.SH	国电南瑞	1797	26.85	0.99	1.16	1.36	-	27.12	23.15	19.74	-
002028.SZ	思源电气	328	42.68	2.04	2.07	2.59	-	20.92	20.62	16.48	-
002706.SZ	良信股份	134	11.93	0.38		0.65	0.79	31.39	24.35	18.35	15.10

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
688330.SH	宏力达	65	65.12	5.69	4.61	5.53	-	11.44	14.13	11.78	-
平均值								23.92	20.84	16.39	14.28
002270.SZ	华明装备	85	9.53	0.40	0.55	0.72	0.84	23.76	17.48	13.2	11.33

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 2023 年公司估值为 17.5 倍, 行业可比公司估值为 20.8 倍。公司为分接开关国内绝对龙头, 积极拓展海外市场, 同时高毛利的运维检修服务有望迎高速增长, 给予公司 2023 年 21 倍 PE, 对应目标价 11.55 元, 上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1711.67	2138.32	2650.88	3023.78	净利润	363.85	496.11	654.75	762.91
营业成本	867.74	1066.71	1302.42	1482.25	折旧与摊销	69.67	90.31	95.16	98.03
营业税金及附加	27.03	31.80	40.25	45.90	财务费用	9.30	10.69	13.25	15.12
销售费用	200.27	248.05	298.22	332.62	资产减值损失	-18.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.67	248.05	298.22	332.62	经营营运资本变动	154.78	29.57	-291.01	-233.14
财务费用	9.30	10.69	13.25	15.12	其他	-82.79	91.20	73.92	54.77
资产减值损失	-18.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	496.30	717.88	546.08	697.69
投资收益	3.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-84.20	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.18	0.00	0.00	0.00	其他	-95.33	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-179.53	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	406.90	533.03	698.51	815.28	短期借款	-222.94	-100.24	0.00	0.00
其他非经营损益	12.04	12.14	13.18	13.97	长期借款	-9.72	10.00	15.00	15.00
利润总额	418.94	545.17	711.69	829.25	股权融资	482.49	0.00	0.00	0.00
所得税	55.09	49.07	56.94	66.34	支付股利	-358.49	-71.89	-98.02	-129.36
净利润	363.85	496.11	654.75	762.91	其他	80.23	641.54	6.75	-15.12
少数股东损益	4.41	6.01	7.93	9.24	筹资活动现金流净额	-28.43	479.41	-76.27	-129.48
归属母公司股东净利润	359.44	490.10	646.82	753.67	现金流量净额	331.53	1147.28	419.80	518.21
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1012.10	2159.38	2579.18	3097.39	成长能力				
应收和预付款项	857.04	1237.39	1470.54	1676.49	销售收入增长率	11.70%	24.93%	23.97%	14.07%
存货	306.05	373.65	457.35	520.92	营业利润增长率	-20.56%	31.00%	31.04%	16.72%
其他流动资产	712.35	235.14	250.83	262.24	净利润增长率	-13.58%	36.35%	31.98%	16.52%
长期股权投资	71.15	71.15	71.15	71.15	EBITDA 增长率	-24.91%	30.49%	27.27%	15.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	895.34	886.94	873.69	857.56	毛利率	49.30%	50.11%	50.87%	50.98%
无形资产和开发支出	312.91	282.37	251.84	221.30	三费率	19.88%	23.70%	23.00%	22.50%
其他非流动资产	283.21	281.84	280.48	279.12	净利率	21.26%	23.20%	24.70%	25.23%
资产总计	4450.14	5527.87	6235.05	6986.16	ROE	10.90%	11.20%	13.13%	13.57%
短期借款	100.24	0.00	0.00	0.00	ROA	8.18%	8.97%	10.50%	10.92%
应付和预收款项	407.44	517.54	617.46	708.19	ROIC	14.27%	20.16%	26.10%	28.24%
长期借款	260.48	270.48	285.48	300.48	EBITDA/销售收入	28.39%	29.65%	30.44%	30.70%
其他负债	343.31	309.43	344.96	356.81	营运能力				
负债合计	1111.48	1097.46	1247.91	1365.48	总资产周转率	0.40	0.43	0.45	0.46
股本	896.23	896.23	896.23	896.23	固定资产周转率	2.15	2.63	3.10	3.56
资本公积	1264.63	1264.63	1264.63	1264.63	应收账款周转率	2.25	2.33	2.27	2.22
留存收益	1840.60	2258.81	2807.62	3431.92	存货周转率	2.49	3.13	3.12	3.02
归属母公司股东权益	3333.94	4419.68	4968.48	5592.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.45%	—	—	—
少数股东权益	4.72	10.73	18.66	27.90	资本结构				
股东权益合计	3338.66	4430.40	4987.14	5620.68	资产负债率	24.98%	19.85%	20.01%	19.55%
负债和股东权益合计	4450.14	5527.87	6235.05	6986.16	带息债务/总负债	32.45%	38.31%	36.50%	34.46%
					流动比率	3.79	6.81	6.77	6.90
					速动比率	3.39	6.18	6.12	6.25
					股利支付率	99.73%	14.67%	15.15%	17.16%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	485.87	634.03	806.92	928.42	每股收益	0.40	0.55	0.72	0.84
PE	23.76	17.43	13.20	11.33	每股净资产	3.72	4.93	5.54	6.24
PB	2.56	1.93	1.72	1.53	每股经营现金	0.55	0.80	0.61	0.78
PS	4.99	3.99	3.22	2.82	每股股利	0.40	0.08	0.11	0.14
EV/EBITDA	15.67	10.04	7.41	5.90					
股息率	4.20%	0.84%	1.15%	1.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn