

2022年08月22日

华明装备 (002270.SZ)

上半年业绩出色，疫情影响下仍实现高质量发展

■公司上半年业绩表现出色，Q2扣非后净利润同环比均实现大幅增长。8月21日公司发布2022年半年报，2022H1实现营收7.50亿元，同比+9.65%，归母净利润1.86亿元，同比-38.47%（去年同期出售巴西电力项目产生一次性收益2.83亿元），扣非后归母净利润1.79亿元，同比+125%。2022Q2单季公司实现扣非归母净利润1.14亿元，同比/环比分别提升191%/75%。

■克服多重不利因素影响，公司电力设备业务保持稳健增长。分板块来看，上半年公司电力设备/数控设备/电力工程业务分别实现收入5.54/0.71/1.01亿元，同比+1.23%/-21.82%/+280.25%。在上海生产基地受疫情封控影响较大的情况下，公司上半年分接开关业务仍实现正增长，其中检修服务收入达到0.4亿元，同比增长16%，海外业务则由于俄乌战争影响同比下滑44%。此外，上半年电力设备业务毛利率达57.88%，较2021全年提升约0.7%。随着后续国内电力投资的加速以及原材料价格的同比回落，我们预计下半年公司电力设备业务在收入及盈利方面均有望更上一层楼。

■上半年费用控制出色，公司盈利能力显著提升。在疫情等严峻形势的考验下，公司持续推进降本增效工作，上半年销售/管理费用同比下降12%/16%，研发投入则同比增长19%。从费用率来看，上半年公司销售/管理/研发费用率分别为8.9%/10.0%/3.4%，同比-2.2%/-1.8%/+0.3%，出色的费用控制带动公司盈利能力显著提升，上半年扣非净利率达23.8%，同比提升12.2%。

■定增完成后公司资金实力显著增强，拟每股现金分红0.26元。2022年3月公司通过A股非公开发行向控股股东华明集团定向募资5亿元，整体资金实力得到显著增强。截至2022H1公司资产负债率约为18.4%，较2021年底下降12%，上半年仅产生财务费用358万元，同比下降超90%。此外，公司公告拟每股派发现金红利0.26元，延续近年来的高分红比例。

■投资建议：分接开关行业需求向上，公司国内龙头地位稳固，行稳致远保持高质量增长，上调公司2022-2024年归母净利润预测至3.63/4.28/4.88亿元，维持“买入-A”投资评级，目标价12.13元，对应2022年30倍PE。

■风险提示：电力投资不及预期，海外市场拓展不及预期等

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,368.2	1,532.4	1,793.8	2,153.5	2,480.5
净利润	289.2	416.9	362.5	427.8	487.5
每股收益(元)	0.32	0.47	0.40	0.48	0.54
每股净资产(元)	2.91	3.18	4.36	4.70	5.08
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	30.3	21.0	24.2	20.5	18.0
市净率(倍)	3.4	3.1	2.2	2.1	1.9
净利润率	21.1%	27.2%	20.2%	19.9%	19.7%
净资产收益率	11.1%	14.6%	9.3%	10.2%	10.7%
股息收益率	0.7%	2.8%	1.2%	1.5%	1.7%
ROIC	13.7%	19.4%	15.4%	14.2%	15.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

电力设备

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**12.13元**
股价(2022-08-19) **9.77元**

交易数据

总市值(百万元)	8,756.12
流通市值(百万元)	7,417.63
总股本(百万股)	896.23
流通股本(百万股)	759.22
12个月价格区间	5.53/12.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.69	38.06	57.67
绝对收益	9.28	45.39	47.75

王哲宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120005
wangzy9@essence.com.cn

相关报告

华明装备：华明装备(002270.SZ)：受益新型电力系统建设，分接开关龙头成长加速/王哲宇	2022-04-27
华明装备：华明装备(002270.SZ)：2022Q1业绩预增超40%，公司成长逻辑持续兑现/王哲宇	2022-04-10
华明装备：华明装备(002270.SZ)：变压器分接开关翘楚，充分受益新型电力系统建设/王哲宇	2022-01-27

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,368.2	1,532.4	1,793.8	2,153.5	2,480.5	成长性					
减:营业成本	723.3	790.3	917.7	1,117.7	1,308.2	营业收入增长率	13.8%	12.0%	17.1%	20.0%	15.2%
营业税费	16.5	22.8	26.9	28.0	32.2	营业利润增长率	114.9%	46.3%	-13.8%	18.2%	14.1%
销售费用	167.9	196.5	188.4	226.1	248.0	净利润增长率	91.5%	44.2%	-13.1%	18.0%	14.0%
管理费用	109.2	123.2	125.6	150.7	173.6	EBITDA 增长率	32.0%	80.1%	-25.7%	14.3%	14.0%
研发费用	65.6	64.8	80.7	96.9	111.6	EBIT 增长率	36.7%	85.9%	-29.3%	14.2%	14.0%
财务费用	70.7	66.7	13.1	-2.9	-3.8	NOPLAT 增长率	57.3%	39.2%	-20.8%	14.2%	14.0%
资产减值损失	-55.8	-4.7	10.0	20.0	20.0	投资资本增长率	-1.8%	-0.4%	24.5%	6.6%	16.0%
加:公允价值变动收益	-1.1	283.0	-	-	-	净资产增长率	8.6%	8.9%	37.4%	7.8%	8.2%
投资和汇兑收益	5.2	20.2	10.0	5.0	5.0						
营业利润	350.1	512.2	441.5	521.9	595.5	利润率					
加:营业外净收支	14.9	5.3	5.0	5.0	5.0	毛利率	47.1%	48.4%	48.8%	48.1%	47.3%
利润总额	364.9	517.5	446.5	526.9	600.5	营业利润率	25.6%	33.4%	24.6%	24.2%	24.0%
减:所得税	71.5	96.5	80.4	94.8	108.1	净利润率	21.1%	27.2%	20.2%	19.9%	19.7%
净利润	289.2	416.9	362.5	427.8	487.5	EBITDA/营业收入	28.7%	46.1%	29.3%	27.9%	27.6%
						EBIT/营业收入	25.3%	41.9%	25.3%	24.1%	23.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	156	174	172	157	148
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动资产周转天数	384	322	323	321	318
货币资金	443.4	761.8	698.0	706.0	496.1	流动资产周转天数	644	599	578	542	507
交易性金融资产	195.1	-	-	-	-	应收帐款周转天数	211	164	160	160	160
应收帐款	775.6	617.1	977.4	936.7	1,268.1	存货周转天数	104	90	92	93	95
应收票据	306.3	287.9	409.7	427.7	536.9	总资产周转天数	1,040	959	890	820	767
预付帐款	80.4	97.4	106.6	141.8	148.9	投资资本周转天数	643	568	544	519	502
存货	379.7	386.6	531.0	586.7	721.5						
其他流动资产	339.1	431.9	453.5	504.7	506.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.1%	14.6%	9.3%	10.2%	10.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	10.3%	7.7%	8.6%	8.9%
长期股权投资	20.5	20.7	20.7	20.7	20.7	ROIC	13.7%	19.4%	15.4%	14.2%	15.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	667.2	815.8	900.6	982.1	1,057.0	销售费用率	12.3%	12.8%	10.5%	10.5%	10.0%
在建工程	63.1	25.6	37.8	43.9	46.9	管理费用率	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%
无形资产	207.9	227.3	230.2	231.6	231.7	研发费用率	4.8%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	585.5	425.1	404.8	453.7	503.7	财务费用率	5.2%	4.4%	0.7%	-0.1%	-0.2%
资产总额	4,063.7	4,097.1	4,770.4	5,035.8	5,537.8	四费/营业收入	30.2%	29.4%	22.7%	21.9%	21.3%
短期债务	2.3	323.2	-	-	2.7	偿债能力					
应付帐款	224.1	167.0	291.9	267.0	387.1	资产负债率	35.6%	30.4%	17.9%	16.2%	17.6%
应付票据	122.0	137.0	168.9	203.7	232.4	负债权益比	55.3%	43.8%	21.9%	19.4%	21.3%
其他流动负债	183.6	215.8	192.1	197.1	201.4	流动比率	4.74	3.06	4.86	4.95	4.47
长期借款	164.3	270.2	53.2	-	-	速动比率	4.02	2.61	4.05	4.07	3.59
其他非流动负债	751.5	134.2	150.0	150.0	150.0	利息保障倍数	4.89	9.63	34.79	-176.52	-155.08
负债总额	1,447.8	1,247.3	856.1	817.7	973.6	分红指标					
少数股东权益	11.2	1.9	5.5	9.9	14.8	DPS(元)	0.07	0.28	0.12	0.14	0.16
股本	90.3	90.3	896.2	896.2	896.2	分红比率	20.2%	59.2%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	2,505.7	2,758.8	3,012.5	3,312.0	3,653.2	股息收益率	0.7%	2.8%	1.2%	1.5%	1.7%
股东权益	2,616.0	2,849.8	3,914.3	4,218.1	4,564.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.32	0.47	0.40	0.48	0.54
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	BVPS(元)	2.91	3.18	4.36	4.70	5.08
净利润	293.4	421.0	362.5	427.8	487.5	PE(X)	30.3	21.0	24.2	20.5	18.0
加:折旧和摊销	47.7	68.2	70.1	80.9	92.0	PB(X)	3.4	3.1	2.2	2.1	1.9
资产减值准备	70.4	62.9	-	-	-	P/FCF	34.5	55.8	-11.0	48.1	-514.2
公允价值变动损失	1.1	-283.0	-	-	-	P/S	6.4	5.7	4.9	4.1	3.5
财务费用	74.5	50.8	13.1	-2.9	-3.8	EV/EBITDA	0.8	0.7	15.0	12.9	11.6
投资损失	-5.2	-20.2	-10.0	-5.0	-5.0	CAGR(%)	13.8%	5.4%	32.5%	13.8%	5.4%
少数股东损益	4.3	4.1	3.7	4.3	4.9	PEG	2.2	3.9	0.7	1.5	3.3
营运资金的变动	183.1	122.5	-472.3	-157.3	-483.5	ROIC/WACC	1.3	1.9	1.5	1.4	1.5
经营活动产生现金流量	411.8	281.7	-33.0	347.8	92.1	REP	0.1	0.1	1.8	1.8	1.5
投资活动产生现金流量	-213.3	667.1	-152.9	-166.2	-166.6						
融资活动产生现金流量	-172.6	-691.5	122.2	-173.6	-135.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034