

华伍股份 (300095)

证券研究报告

2022年09月02日

疫情反复及原材料价格影响业绩短期调整，后续发力在即

点评：

2022年上半年公司实现营收 6.86 亿元，yoy-4.37%；归母净利润 0.78 亿元，yoy-32.09%；扣非后归母净利润为 0.64 亿元，yoy-43.66%。2022H1 公司营业收入与净利润同比均下降，其原因是：上半年国内部分地区出现疫情反复，公司发货及原材料供应物流受到影响，造成营业收入下降。

销售毛利率 31.69%，yoy-8.45pct；销售净利率 10.87%，yoy-4.67pct。公司销售毛利率和销售净利率均出现不同程度下降，其原因是今年上半年公司主要材料钢材、生铁等大宗商品价格仍处于高位，对公司产品毛利率造成了不利影响。

销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.58%/6.32%/2.72%/2.42%，yoy-0.62/-0.36/-0.56/-1.34pct。

公司 2022H1 末存货 7.4 亿元，相较于上年末+1.05 亿元。合同负债 0.49 亿元，相较于上年末+0.12 亿元。公司存货和合同负债均有不同程度上升，反映公司在手订单情况良好，同时公司产能提升备货以应对后续行业需求恢复。

Q2 单季度：公司实现营收 3.38 亿，yoy-10.66%，环比-2.7%；归母净利润 0.22 亿元，yoy-65.35%，环比-59.68%；扣非归母净利润 0.1 亿元，yoy-84.25%，环比-81.47%；销售毛利率 31.05%，环比-1.26pct；销售净利率 6.67%，环比-8.28pct。

从产品板块来看

1) 公司制动系统技术改造实现营收 2.29 亿元，yoy-22.09%；制动系统实现营收 2.08 亿元，yoy-8.7%，其原因是上半年特别是二季度的发货和原料供应物流影响较大，整体发货量及销售收入同比下降，六月份开始恢复正常实现同比增长，原材料采购价格有所降低，同时受益于上半年风电整机招标的快速增长，公司发货需求从七月份开始逐月提高，正在加紧安排产能，满足交付需求。

2) 公司航空设备零部件实现营收 1.04 亿元，yoy83.06%，占总收入的比重为 15.09%，yoy+7.2pct。公司全资子公司安德科技为某航空主机厂战略供应商，同时与中航旗下主机厂有着长期良好的合作关系。受益于航空主机厂某机型产线扩充及某型航空发动机产量需求大幅增加等因素，安德科技生产任务饱满充沛，营业收入快速增长，净利润同比增长近 60%，净利润占整体比重达到 1/3，较去年同期提升显著。

公司行业地位及后续业绩恢复发力：

1) 公司为我国风电制动系统行业头部企业，国内市场占有率达到 50%。国内市场上受益于上半年的风电整机招标的快速增长，公司发货需求从七月份开始逐月提高。在国外产品销售上实现对 GE 的首台套交付并陆续推进更多产品的交付工作。此外，西门子歌美飒、Nordex 的销售和发货也取得明显的进展，公司上半年海外整体销售订单实现同比 70% 的增长，订单额超过 2600 万人民币，成绩显著。

2) 起重机械板块为公司传统优势板块，长期以来保持着行业龙头地位。公司加快港机市场智能化产品推广，同时推广 BMS 智能制动系统在自动码头的应用，港口市场订单增长较快。

3) 军工板块，公司全资子公司安德科技加快新厂区建设，部分厂房已经投入使用。今年 3 月份完成老厂区搬迁工作，一期新设备采购安装及扩充员工队伍已达产。航空技术装备在主机厂取得大批订单，同时相关扩项资质审核工作积极向前推进，扩展新的业务空间。

盈利预测：

预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.5/3.6/4.5 亿元，对应 PE18/12/10X，维持“买入”评级。

风险提示：风电建设不及预期、原材料价格波动风险、商誉减值风险、竞争加剧带来的产品毛利率趋降风险、应收票据及应收账款风险、募投项目产能闲置、实施效果不达预期的风险。

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	420.09
流通 A 股股本(百万股)	333.20
A 股总市值(百万元)	4,154.69
流通 A 股市值(百万元)	3,295.30
每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	38.36
一年内最高/最低(元)	20.10/8.07

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华伍股份-公司深度研究:具备风电、军工双翼，制动器龙头乘风而起》 2022-06-01
- 《华伍股份-公司深度研究:工业制动器龙头的再次腾飞》 2017-01-15

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,314.83	1,435.47	1,748.75	2,170.69	2,501.07
增长率(%)	22.46	9.18	21.82	24.13	15.22
EBITDA(百万元)	439.43	435.37	450.76	567.35	640.75
归属母公司净利润(百万元)	164.36	147.29	249.84	361.13	451.01
增长率(%)	110.16	(10.39)	69.62	44.54	24.89
EPS(元/股)	0.39	0.35	0.59	0.86	1.07
市盈率(P/E)	27.19	30.35	17.89	12.38	9.91
市净率(P/B)	3.27	2.11	1.92	1.71	1.50
市销率(P/S)	3.40	3.11	2.56	2.06	1.79
EV/EBITDA	9.91	18.22	9.63	7.59	6.19

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	351.09	853.80	719.54	758.92	1,124.10
应收票据及应收账款	783.48	1,010.98	932.07	1,359.21	1,141.86
预付账款	38.68	21.57	101.21	22.45	116.49
存货	511.17	634.45	696.75	933.56	961.88
其他	96.84	122.18	106.56	79.90	133.52
流动资产合计	1,781.25	2,642.98	2,556.13	3,154.05	3,477.84
长期股权投资	19.88	27.53	27.53	27.53	27.53
固定资产	359.57	365.00	318.24	271.48	224.72
在建工程	93.34	140.85	140.85	140.85	140.85
无形资产	158.12	149.06	139.46	129.86	120.25
其他	499.93	474.63	420.20	436.48	442.48
非流动资产合计	1,130.85	1,157.07	1,046.27	1,006.19	955.84
资产总计	2,912.11	3,800.05	3,602.40	4,160.24	4,433.68
短期借款	650.25	730.28	300.00	300.00	300.00
应付票据及应付账款	298.28	415.37	299.47	573.79	430.68
其他	249.17	281.75	315.62	292.29	314.16
流动负债合计	1,197.70	1,427.40	915.09	1,166.08	1,044.84
长期借款	76.10	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.41	34.85	67.68	54.07	61.39
非流动负债合计	138.51	34.85	167.68	154.07	161.39
负债合计	1,372.48	1,499.12	1,082.77	1,320.15	1,206.22
少数股东权益	172.44	182.24	192.11	223.67	250.23
股本	378.71	420.09	420.09	420.09	420.09
资本公积	579.79	1,121.53	1,121.53	1,121.53	1,121.53
留存收益	457.66	586.02	785.90	1,074.80	1,435.61
其他	(48.98)	(8.95)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,539.63	2,300.93	2,519.63	2,840.09	3,227.46
负债和股东权益总计	2,912.11	3,800.05	3,602.40	4,160.24	4,433.68

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	174.88	158.38	249.84	361.13	451.01
折旧摊销	57.06	58.02	56.36	56.36	56.36
财务费用	58.52	57.94	34.36	21.86	19.13
投资损失	(0.14)	(0.84)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(60.28)	(348.48)	(80.53)	(329.98)	(83.20)
其它	79.94	95.59	13.53	41.15	34.90
经营活动现金流	309.99	20.62	272.55	149.52	477.20
资本支出	0.13	108.68	(32.83)	13.61	(7.31)
长期投资	(0.01)	7.64	0.00	0.00	0.00
其他	(109.16)	(177.84)	33.13	(14.31)	6.61
投资活动现金流	(109.04)	(61.52)	0.30	(0.70)	(0.70)
债权融资	(45.31)	(30.00)	(363.64)	(29.32)	(14.48)
股权融资	(20.80)	581.13	(43.48)	(80.12)	(96.84)
其他	84.21	(36.19)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	18.09	514.94	(407.12)	(109.43)	(111.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	219.03	474.04	(134.27)	39.39	365.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,314.83	1,435.47	1,748.75	2,170.69	2,501.07
营业成本	788.88	889.51	1,072.26	1,309.89	1,506.70
营业税金及附加	12.97	12.81	17.49	21.71	25.01
销售费用	78.75	98.09	111.92	130.24	150.06
管理费用	74.83	88.02	104.92	123.73	137.56
研发费用	58.58	61.02	69.95	86.83	100.04
财务费用	60.21	54.33	34.36	21.86	19.13
资产/信用减值损失	(62.18)	(65.70)	(40.00)	(20.00)	(10.00)
公允价值变动收益	1.74	0.44	1.20	1.70	1.70
投资净收益	0.14	0.84	1.00	1.00	1.00
其他	97.64	106.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	203.29	189.20	300.05	459.14	555.26
营业外收入	2.07	0.75	2.00	2.00	2.00
营业外支出	4.06	4.41	0.70	0.70	0.70
利润总额	201.30	185.53	301.35	460.44	556.56
所得税	26.42	27.15	39.18	59.86	72.35
净利润	174.88	158.38	262.17	400.58	484.21
少数股东损益	10.52	11.09	12.33	39.45	33.20
归属于母公司净利润	164.36	147.29	249.84	361.13	451.01
每股收益(元)	0.39	0.35	0.59	0.86	1.07

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	22.46%	9.18%	21.82%	24.13%	15.22%
营业利润	85.11%	-6.93%	58.59%	53.02%	20.94%
归属于母公司净利润	110.16%	-10.39%	69.62%	44.54%	24.89%
获利能力					
毛利率	40.00%	38.03%	38.68%	39.66%	39.76%
净利率	12.50%	10.26%	14.29%	16.64%	18.03%
ROE	12.02%	6.95%	10.73%	13.80%	15.15%
ROIC	11.94%	11.31%	13.73%	19.04%	20.35%
偿债能力					
资产负债率	47.13%	39.45%	30.06%	31.73%	27.21%
净负债率	29.17%	-1.27%	-8.90%	-9.55%	-19.57%
流动比率	1.44	1.80	2.79	2.70	3.33
速动比率	1.03	1.37	2.03	1.90	2.41
营运能力					
应收账款周转率	1.70	1.60	1.80	1.89	2.00
存货周转率	2.77	2.51	2.63	2.66	2.64
总资产周转率	0.48	0.43	0.47	0.56	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.35	0.59	0.86	1.07
每股经营现金流	0.74	0.05	0.65	0.36	1.14
每股净资产	3.25	5.04	5.54	6.23	7.09
估值比率					
市盈率	27.19	30.35	17.89	12.38	9.91
市净率	3.27	2.11	1.92	1.71	1.50
EV/EBITDA	9.91	18.22	9.63	7.59	6.19
EV/EBIT	11.32	20.92	11.00	8.43	6.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com