

佳电股份

000922.SZ

审慎增持 (首次)

率先具备量化配套生产主氮风机能力，
受益于四代核电高温气冷堆商业化进程

2022年05月18日

市场数据

市场数据日期	2022-05-17
收盘价(元)	8.26
总股本(百万股)	599.10
流通股本(百万股)	584.89
总市值(百万元)	4,948.58
流通市值(百万元)	3,065.88
净资产(百万元)	2,772.08
总资产(百万元)	5,305.18
每股净资产(元)	4.63

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

李春驰

lichunchi@xyzq.com.cn

S0190520040001

研究助理:

史一粟

shiyisu@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3046	3340	3618	3870
同比增长	28.6%	9.7%	8.3%	7.0%
归母净利润(百万元)	213	298	343	390
同比增长	-47.7%	39.7%	15.1%	13.7%
毛利率	20.0%	22.9%	23.4%	24.0%
净利率	7.0%	8.9%	9.5%	10.1%
净资产收益率	7.9%	10.0%	10.5%	10.9%
每股收益(元)	0.36	0.50	0.57	0.65
每股经营现金流(元)	0.11	0.55	0.48	0.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **佳电股份为我国特种电机先行者，2021年营收同比+28.58%**。佳电股份为我国特种电机的创始厂和主导厂，主要从事电机研发、生产与销售，于2012年借壳阿继电器登陆A股。2021年公司受成本端拖累，盈利能力有所下滑：公司2021年年报显示全年公司实现营业收入30.46亿元，同比+28.58%；实现归母净利润2.13亿元，同比下降47.67%。2021年受全球疫情及原材料价格上涨影响，公司成本端压力较大，销售毛利率20.04%，同比下降10.35pct；加权平均净资产收益率9.57%，同比下降7.71pct。2017年以来，公司保持营业收入增长，但2021年受成本端影响，归母净利润出现下降。
- **主氮风机为四代核电高温气冷堆核心设备，公司率先具备量化配套生产能力**。高温气冷堆是四代核电技术的主力机型，具有固有安全性和潜在经济性两大特性，其前瞻应用核能制氢前景广阔。而主氮风机为高温气冷堆一回路系统唯一的能动设备，被誉为“高温气冷堆的心脏”，随着高温气冷堆商业化进程具有确定性配套需求。由公司总承包的高温气冷堆全球首堆——华能石岛湾核电站示范工程已于2021年12月20日成功并网发电，标志示范工程取得阶段性圆满成功。公司主氮风机产品在国际上处于领先水平，并已率先具备量化配套生产主氮风机的能力。
- **设立子公司聚焦主氮风机产业化项目，未来有望受益于高温气冷堆商业化进程**。公司子公司佳电公司拟投资2.73亿元建设主氮风机成套产业化项目，项目实施并达到设计规模后，可形成年产主氮风机产品6套、高压防爆和普通电机570台的生产能力，每年可实现销售收入(不含税)3.6亿元，利润总额6300万元。公司在相关产能上提前布局，未来有望受益于高温气冷堆商业化进程。
- **投资建议**：公司率先具备主氮风机量化配套生产能力，有望持续受益于四代核电高温气冷堆商业化进程。传统电机主业2021年受上游原材料价格波动等影响业绩承压，但公司在节能电机领域积淀深厚，未来有望受益于高耗能行业节能改造进程中带来的新一轮电机需求。此外公司已于2019年推出股权激励计划，绑定公司与核心团队利益，以营收增速、净资产收益率和现金营运指数为考核条件，有望持续激发核心团队活力。预测公司2022-2024年分别实现归母净利润2.98亿元、3.43亿元、3.90亿元，分别同比+39.7%、+15.1%、+13.7%，对于2022年5月17日收盘价的PE估值分别为16.6X、14.4X、12.7X，给予“审慎增持”评级。

风险提示：四代核电高温气冷堆商业化进程不及预期的风险，传统电机下游需求萎缩的风险，产能扩建不及预期的风险，政策风险。



目 录

一、佳电股份：我国特种电机先行者，回归健康发展轨道.....	- 3 -
1.1 公司概况：我国特种电机研制先行者，国务院国资委实控.....	- 3 -
1.2 财务表现：受成本端拖累，2021 年盈利能力下滑.....	- 4 -
1.3 业务结构：防爆电机与普通电机两翼齐飞，下游应用广泛.....	- 5 -
二、四代核电高温气冷堆技术快速发展，核心设备主氮风机前景广阔.....	- 7 -
2.1 高温气冷堆：四代核电主力堆型，核能制氢前景广阔.....	- 7 -
2.2 主氮风机被誉为高温气冷堆的心脏，相关配套需求确定.....	- 9 -
2.3 率先具备主氮风机量化配套生产能力，公司有望受益于四代核电建设.....	- 10 -
三、投资建议.....	- 11 -
四、风险提示.....	- 12 -

图 目 录

图 1、佳电股份发展历程.....	- 3 -
图 2、国务院国资委为公司实际控制人.....	- 4 -
图 3、2017-2021 年公司营业收入及增速.....	- 4 -
图 4、2017-2021 年公司归母净利润及增速.....	- 4 -
图 5、2017-2021 年公司毛利率、净利率水平.....	- 5 -
图 6、2017-2021 年公司加权平均净资产收益率.....	- 5 -
图 7、防爆电机和普通电机为公司主要的收入来源.....	- 5 -
图 8、公司业务结构以防爆电机和普通电机为主.....	- 5 -
图 9、公司营业成本呈上涨趋势（单位：百万元）.....	- 6 -
图 10、公司成本结构中以原材料为主.....	- 6 -
图 11、HTR-PM 反应堆设备成本估算对比.....	- 8 -
图 12、HTR-PM 整体成本估算对比.....	- 8 -
图 13、核能制氢技术路线.....	- 9 -
图 14、高温气冷堆发电流程示意图.....	- 10 -
图 15、主氮风机工程样机结构示意图.....	- 10 -
图 16、“全球首堆”华能石岛湾高温气冷堆已于 2021 年底并网发电.....	- 11 -

表 目 录

表 1、公司主要产品市场地位及技术领先产品情况.....	- 6 -
表 2、一至四代核电技术介绍.....	- 7 -
表 3、不同的能源的制氢成本.....	- 9 -
表 4、公司股权激励计划解除限售期业绩考核目标.....	- 12 -

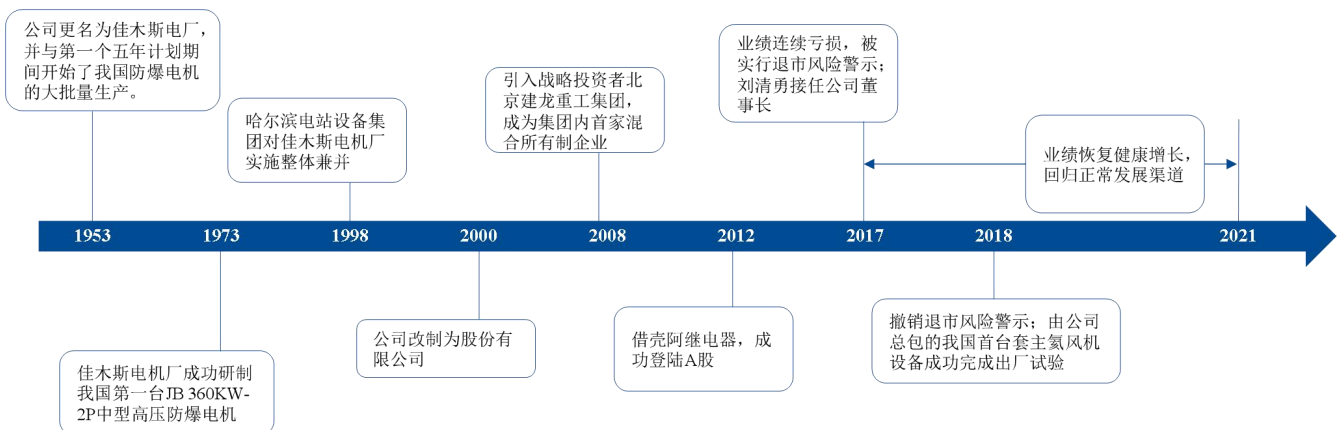
报告正文

一、佳电股份：我国特种电机先行者，回归健康发展轨道

1.1 公司概况：我国特种电机研制先行者，国务院国资委实控

佳电股份（000922.SZ）为我国特种电机的创始厂和主导厂，主要从事电机研发、生产与销售，主要产品包括防爆电机、普通电机、核用电机、起重冶金电机、主氮风机等。公司于1953年正式更名为佳木斯电机厂，并在第一个五年计划期间开始了我国防爆电机的大批量生产；1998年，哈尔滨电站设备集团对佳木斯电机厂实施了整体兼并；2000年，佳木斯电机股份有限公司正式成立。2012年，公司成功借壳阿继电器上市登陆A股。2017年，业绩连续亏损，被实行退市风险警示；刘清勇接任公司董事长。2018年，业绩恢复健康增长，回归正常发展渠道。2021年，撤销退市风险警示；由公司总包的我国首台套主氮风机设备成功完成出厂试验。

图 1、佳电股份发展历程



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国务院国资委实际控制，股权结构长期保持稳定。截至2021年年报，哈电集团直接持有公司25.86%的股份，并通过其100%持股的佳木斯电机厂间接持有公司10.73%的股份，合计控制公司36.59%的股份。哈电集团由国务院国资委100%持股，故国务院国资委为公司实际控制人。从股东结构来看，自2012年借壳上市以来，哈电集团、佳木斯电机厂和建龙重工集团持续为公司前三大股东，截至2021年年报合计直接持有公司40.76%的股份，股权结构长期保持稳定。

图 2、国务院国资委为公司实际控制人



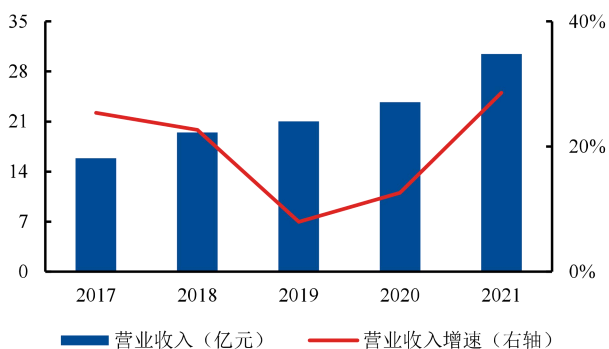
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：股权结构截至 2021 年年报

1.2 财务表现：受成本端拖累，2021 年盈利能力下滑

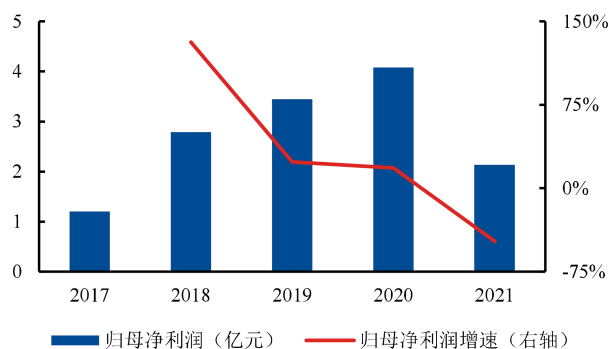
2021 年公司受成本端拖累，盈利能力有所下滑。公司 2021 年年报显示全年公司实现营业收入 30.46 亿元，同比+28.58%；实现归母净利润 2.13 亿元，同比下降 47.67%。2021 年受全球疫情及原材料价格上涨影响，公司成本端压力较大，销售毛利率 20.04%，同比下降 10.35pct；加权平均净资产收益率 9.57%，同比下降 7.71pct。2017 年以来，公司保持营业收入增长，但 2021 年受成本端影响，归母净利润出现下降。

图 3、2017-2021 年公司营业收入及增速



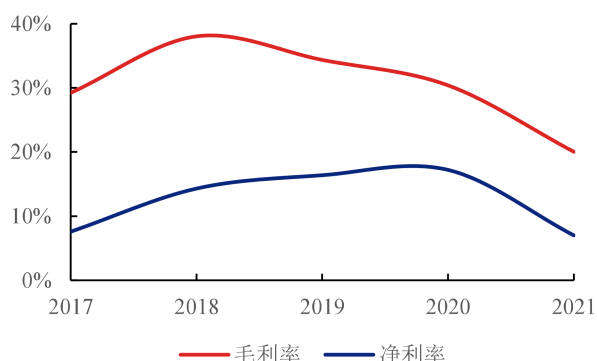
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017-2021 年公司归母净利润及增速



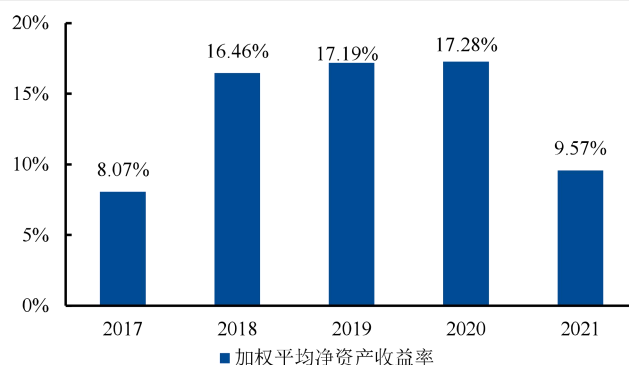
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2017-2021 年公司毛利率、净利率水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2017-2021 年公司加权平均净资产收益率

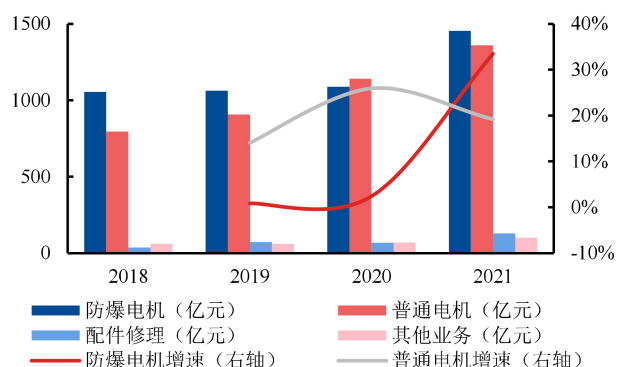


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 业务结构：防爆电机与普通电机两翼齐飞，下游应用广泛

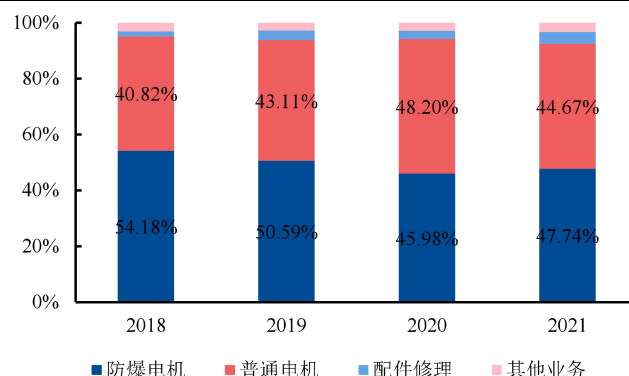
从业务结构上看公司以防爆电机和普通电机为主。公司业务结构较为稳定，自 2018 年以来主要由防爆电机和普通电机构成。截至 2021 年年报，防爆电机、普通电机分别占公司当期营业收入的 47.74%和 44.67%，是公司主要的收入来源。

图 7、防爆电机和普通电机为公司主要的收入来源



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

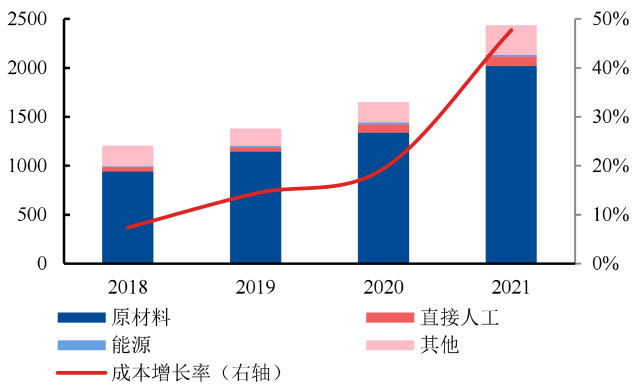
图 8、公司业务结构以防爆电机和普通电机为主



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

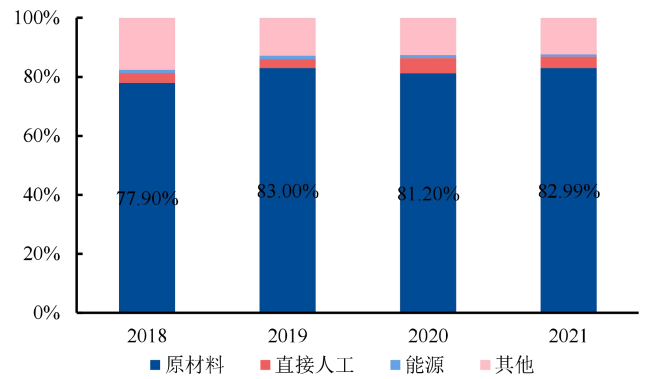
原材料构成了公司主要的成本项，近年营业成本增速整体加快。分拆公司的营业成本发现原材料为公司的主要营业成本，2021 年占公司营业成本的 82.99%，其余直接人工、能源和其他分别占公司营业成本的 3.85%、0.77%和 12.40%。从增速上来看，2018 年-2021 年公司营业成本增速分别为 7.41%/14.39%/19.42%/47.69%，2021 年增速提升较快，主要受上游原材料成本大幅波动影响。

图 9、公司营业成本呈上涨趋势（单位：百万元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司成本结构中以原材料为主



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司产品下游应用广泛，技术及研发优势构成核心竞争力。公司电机产品主要应用于石油、石化、煤炭、煤化工、冶金、矿山、交通、水利、电力、航天、粮食等高科技领域。作为我国特种电机行业的主导厂，公司自主研发能力较强，主要产品技术均为自有技术，且在多个细分电力产品领域获得技术专利。截至 2021 年年报，公司拥有科技人员 214 人，中、高级职称人数 150 人，技术人员占比 24.5%；拥有专利 210 项，其中 2021 年共有 57 项专利获得授权。

表 1、公司主要产品市场地位及技术领先产品情况

产品类型	市场地位
防爆电机	公司在同步机、防爆高压系列异步机方面拥有雄厚的技术底蕴和强势的品牌影响力，已成为行业内生产同步机、防爆高压系列异步机的“中国驰名商标”，市场开拓优势明显，处于行业领军水平。
起重冶金电机	YZR 系列电机、起重用防爆系列电机、辊道电动机在行业中处于主导地位。
屏蔽电机、电泵	公司 1963 年研制成功了我国第一台隔爆型屏蔽式三相异步电动机，后续又研制成功我国第一台高温高压屏蔽电泵，并先后开发了 PB、PBN、PBG、PBZ、PBJ、PBR、PBX、PBL 及派生系列屏蔽电机电泵。其中公司自主研制的高温高压屏蔽电泵占市场主导地位，为国家多项重点工程建设做出了突出贡献。公司屏蔽电机、电泵产品主要应用于我国国防、核电、航天、石化等多个领域，多项产品达到了国际先进水平，填补了国内空白。
核用电机	公司是国内首家取得核级电机设计、制造许可证的企业，先后取得了民用核安全电气设备设计、制造和机械设备设计、制造许可证。公司研制的 1E 级 K1 类电动机填补了国内空白，达到国际先进水平，且部分指标优于国外同类产品，其中全尺寸带载 LOCA 鉴定试验为国际首次。公司主要的核电产品为电压等级 380~10000V，功率等级 0.37~12000kW 区间的各个规格的核级、非核级电动机，在核电领域可供产品市场占有主导优势。
普通电机	从电动机的能效等级和同中心高容量上比较，公司产品已经达到了国内领先水平；普通中小型电动机应用领域广泛，产品地位处于行业中上游水平；大型普通电动机主要应用于电力、水利行业，产品地位处于行业上游水平。
公司技术领先的产品	YBX5 系列高效率隔爆型三相异步电动机；YE5 系列高效电机；YB3、YBX3 系列高效率隔爆型三相异步电动机；YBKK 系列高压隔爆型三相异步电动机；防爆同步电动机；高压方箱一级能效电机；低温潜液电机；核电站用核级电机；主氮风机；高速自润滑隔爆型高压三相异步电动机；蜡油加氢高温高压屏蔽电泵；隔爆型永磁变频调速三相同步电动机。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

二、四代核电高温气冷堆技术快速发展，核心设备主氦风机前景广阔

2.1 高温气冷堆：四代核电主力堆型，核能制氢前景广阔

21 世纪初，第四代核能系统国际论坛（GIF）会议提出将钠冷快堆、铅冷快堆、气冷快堆、超临界水冷堆、超高温气冷堆、熔盐堆 6 种堆型确认为第四代核电站重点研发对象。四代核电技术强化了防止核扩散等方面的要求，目前相关产业链雏形基本形成，预计将于 2030 年开启商业化进程。

表 2、一至四代核电技术介绍

阶段	商业化进程	主要堆型	技术特征
原型核电站	第一代 (1950-1960)	实验性石墨沸水堆（前苏联）；天然铀石墨气冷堆电站（英国）；60MW 原型压水堆核电站（美国）；天然铀重水堆核电站（加拿大）	裂变能发电可行性验证，这代核电站目前已基本退役
商用核电站	第二代 (1970-1990)	压水堆、沸水堆型机组（美国）；石墨水冷堆、VVER 型压水堆（前苏联）；中国、法国、日本、韩国引进消化	标准化、大型化机组经济批量投运，为当今核电装机的主力
先进核电站	第三代 (1990 至今)	1) 革新型核电站：采用自然循环的非能动安全系统，如 AP1000（美国）、CAP1400（中国） 2) 改革型核电站：提升能动安全系统，增加单机容量，如 System80+（美国）、EPR（法国、德国）、华龙一号（中国）	高安全性、更高功率、模块化、智能化
未来核电站	第四代 (2030 以后)	1) 热堆技术改进：超临界水冷堆、超高温气冷堆和熔盐堆 2) 快堆技术颠覆：钠冷快堆、铅冷快堆、气冷快堆	仍处于开发阶段：大幅减少核废料、燃料增殖，铀资源高效利用，防核扩散

资料来源：《第四代核能系统技术路线更新图(GIF)》，《浅谈国内外核电技术发展现状及前景》，兴业证券经济与金融研究院整理

我国高温气冷堆研发进度居于世界前列，华能石岛湾高温气冷堆首堆已并网发电。我国的高温气冷堆技术后来居上，现处于世界领先的地位，并且拥有了完整的自主知识产权。我国高温气冷堆技术研究始于 20 世纪 70 年代，2006 年高温气冷堆核电站示范工程列入国家重大专项。经过持续研发实践，全球首座球床模块式高温气冷堆核电站——石岛湾高温气冷堆核电站示范工程已于 2021 年 12 月 20 日并网发电。

高温气冷堆具有固有安全性和潜在经济竞争力：

- **固有安全性**：不会熔毁的反应堆。固有安全性指即使在严重事故下，包括丧失所有冷却能力时，可不采取任何人为和机器的干预，仅依靠材料本身的能力保证反应堆放射性不会熔毁与大量外泄。
- **潜在经济竞争力**：造价可控。按照 2014 年政府评估的高温气冷堆（HTR-PM）示范电站造价，选取同样的设备及建设数据，一座 2×600MWe 的多模块 HTR-PM 核电站的全站建设总造价大约是同等功率规模的 PWR 核电站的 110%-120%。而据张作义等人的相关文献研究，虽然 HTR-PM 在反应堆本体

(主要是 PRV 和堆内构件)的造价远超同等规模的 PWR 核电站,但在一个 PWR 核电站的建设总造价中,反应堆本体 (PRV 和堆内构件)的造价所占的比例非常有限,大约为 2%,所以影响较小。对比等规模 PWR 核电站,在其他部分造价保持不变的情况下,即使 HTR-PM 示范电站反应堆本体的造价增加为原来的 10 倍,全站建设总造价的增涨也可以控制在 20%以内。

图 11、HTR-PM 反应堆设备成本估算对比

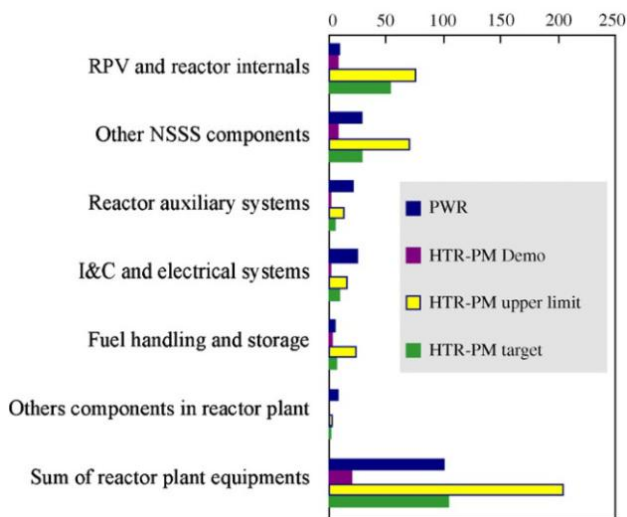
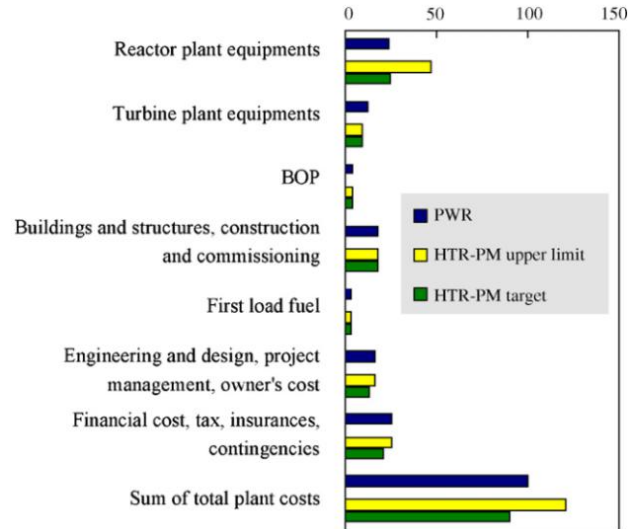


图 12、HTR-PM 整体成本估算对比



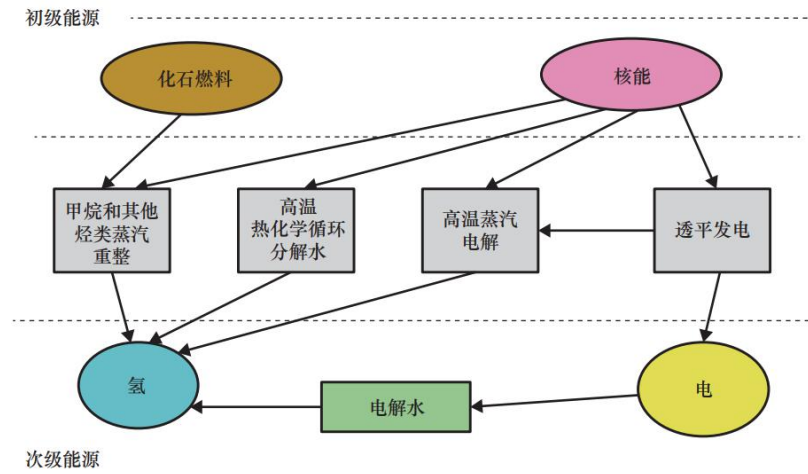
资料来源:《Economic potential of modular reactor nuclear power plants based on the Chinese HTR-PM project》, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: (1) PWR 为 2×1000MWe 压水堆, 其总成本标准化为 100; (2) HTR-PM Demo 为 200MWe 示范堆; (3) HTR-PM upper limit 不考虑双模块因素, 为 HTR-PM Demo 数值的 10 倍; (4) HTR-PM target 为 2×1000MWe, 考虑双模块因素。

高温气冷堆的前瞻性应用: 核能制氢

核能制氢即利用核反应堆产生的热作为一次能源, 从含氢元素的物质水或化石燃料制备氢气。高温气冷堆 (出口温度 700°C~950°C) 和超高温气冷堆 (出口温度 950°C 以上) 具有固有安全性、高出口温度、功率适宜等特点, 是目前最理想的高温电解制氢的核反应堆。

图 13、核能制氢技术路线



资料来源：《中国高温气冷堆制氢发展战略研究》，兴业证券经济与金融研究院整理

对比不同制氢方式，高温气冷堆制氢具有成本优势。美国能源部在核氢创新计划下进行了核能制氢经济性评估，得到的氢气成本在 2.94-4.40 美元/kg。此外，IAEA 开发了氢经济评估程序，参与国对核能制氢成本进行了情景分析，在不同场景下得到的氢气成本在 2.45-4.34 美元/kg。

表 3、不同的能源的制氢成本

制氢方式	优缺点	原料	成本	
核能制氢	无污染；技术不成熟	水	2.45-4.34 美元/kg	
化石能源	技术成熟；储量有限，排放温室气体	煤	未结合 CCUS: 6.77-12.14 元/kg	
		天然气	结合 CCUS: 25.8-32.1 元/kg 7.5-24.3 元/kg (未结合 CCUS)	
工业副产提纯	成本低；需提纯去除杂质，无法作为大规模集中化的氢能供应源	焦炉煤气、化肥工业、氯碱等	14.6-26.9 元/kg	
		电价：碱性电解	9.2-40 元/kg	
电解水	制氢过程不存在碳排放；成本较高	0.1-0.6 元/kWh PEM 电解	20.5-48.5 元/kg	
		光伏	2.12 元/Nm ³	
		水电	1.64 元/Nm ³	
		市电	3.17 元/Nm ³	
		细分类别	风电	2.50 元/Nm ³

资料来源：《中国氢能产业发展报告 2020》，《中国规模化氢能供应链的经济性分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

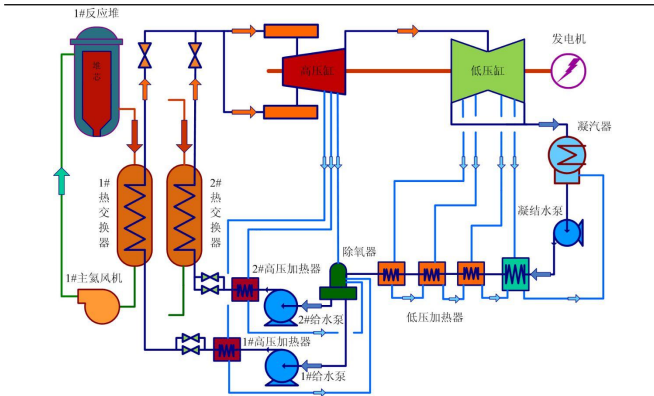
2.2 主氮风机被誉为高温气冷堆的心脏，相关配套需求确定

主氮风机是高温气冷堆的核心设备之一，被誉为“高温气冷堆的心脏”。主氮风机被安装在一回路内部蒸汽发生器输出端，在反应堆启动、正常功率运行、功率调节和停堆等各种工况状态下驱动适当流量的一回路冷却剂（氦气）流过反应堆

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

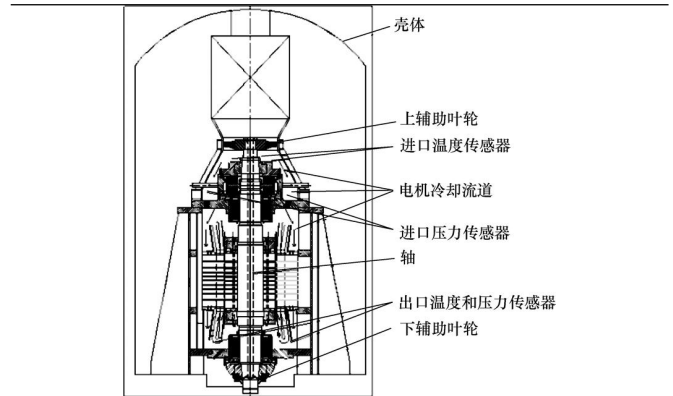
芯，带走裂变热，然后流经蒸汽发生器，将热量传给二回路的水，使其转变为蒸汽，推动汽轮发电机旋转发电，氦气本身得以循环。作为高温气冷堆一回路系统唯一的能动设备，主氦风机又被誉为高温气冷堆的心脏。

图 14、高温气冷堆发电流程示意图



资料来源：了不起的中国制造，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、主氦风机工程样机结构示意图



资料来源：《HTR-PM 主氦风机电机冷却性能分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

据公司披露，核电站将根据其发电容量确定配备所需主氦风机数量，以模块化数量递增自主选择配备主氦风机数量。若以 60 万千瓦高温气冷堆为例，需要 6 台主机、1 套备机。在未来四代核电高温气冷堆商用进程中，主氦风机作为核心设备具有确定性的配套需求。

2.3 率先具备主氦风机量化配套生产能力，公司有望受益于四代核电建设

率先具备主氦风机量化配套生产能力，首批主氦风机已交付华能石岛湾核电站项目。公司为主氦风机项目的总承包单位，经多年研发，分别成功试制了原理样机、工艺样机、试验样机、工程样机。据公司 2018 年年报，由公司总包的世界首套主氦风机顺利通过出厂试验，首台套已交付石岛湾核电站；2020 年公司总包的主氦风机项目 1、2 号机组反应堆“冷试”功能试验一次性成功；2021 年 12 月 20 日，华能石岛湾高温气冷堆核电站示范工程并网发电。公司主氦风机产品为立式、电磁轴承支撑的变频调速机组，在国际上处于领先水平，并已具备量化配套生产主氦风机的能力。

图 16、“全球首堆”华能石岛湾高温气冷堆已于 2021 年底并网发电



资料来源：国资委，兴业证券经济与金融研究院整理

公司投资建设主氮风机成套产业化项目，拥抱高温气冷堆未来商用机遇。公司于 2021 年 11 月 19 日公告子公司佳电公司拟投资 2.73 亿元建设主氮风机成套产业化项目，其中固定资产投资 2.36 亿元，铺底流动资金投资 3703 万元，建设周期为 3 年。项目建设将全部利用企业自有资金，并争取相关政策资金支持。项目实施并达到设计规模后，可形成年产主氮风机产品 6 套、高压防爆和普通电机 570 台的生产能力；每年可实现销售收入(不含税)3.6 亿元，利润总额 6300 万元。

三、投资建议

2019 年末，公司推出股权激励计划，绑定核心团队利益。2019 年公司向包括高级管理人员、中层管理人员及核心员工的 152 人授予 877 万股限制性股票，以净资产收益率、营业收入增速、现金营运指数等指标考核 2020 年-2023 年公司业绩，将核心团队利益与公司利益相绑定。股权激励计划当前仍在考核期，其中第一个限售期解除限售条件已达成，将有望持续激发核心团队活力，有利于保障公司持续的规模增长和健康的盈利水平。

表 4、公司股权激励计划解除限售期业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2020 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2020 年较 2019 年营业收入增长率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2020 年现金营运指数不低于 0.4，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；
第二个解除限售期	2021 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2021 年较 2020 年营业收入增长率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2021 年现金营运指数不低于 0.4，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；
第三个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2022 年较 2021 年营业收入增长率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2022 年现金营运指数不低于 0.4，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；
第四个解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2023 年较 2022 年营业收入增长率不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2023 年现金营运指数不低于 0.4，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：净资产收益率为扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率

整体来看，公司率先具备主氮风机量化配套生产能力，有望持续受益于四代核电高温气冷堆商业化进程。传统电机主业 2021 年受上游原材料价格波动等影响业绩承压，但公司在节能电机领域积淀深厚，未来有望受益于高耗能行业节能改造进程中带来的新一轮电机需求。预测公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 2.98 亿元、3.43 亿元、3.90 亿元，分别同比+39.7%、+15.1%、+13.7%，对于 2022 年 5 月 17 日收盘价的 PE 估值分别为 16.6X、14.4X、12.7X，给予“审慎增持”评级。

四、风险提示

- 四代核电高温气冷堆商业化进程不及预期的风险。**若四代核电高温气冷堆商业化进程不及预期，将影响公司主氮风机销量，对公司业绩产生影响；
- 传统电机下游需求萎缩的风险。**若下游行业电机需求萎缩，将影响公司主业电机销售情况，对公司业绩产生影响；
- 产能扩建不及预期的风险。**若公司产能扩建及投放不及预期，将影响公司相关产品销售情况，并损失市场占有率，对公司业绩产生影响；
- 政策风险。**公司下游行业受政府政策指引程度高，若相关政策出现变动可能对公司业绩产生影响。

附表

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4637	4987	5263	5553
货币资金	701	868	939	1048
交易性金融资产	702	702	702	702
应收票据及应收账款	1177	1291	1398	1496
预付款项	87	92	99	105
存货	1101	1164	1252	1329
其他	869	871	872	874
非流动资产	837	965	1079	1177
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	540	607	698	793
在建工程	47	123	162	181
无形资产	135	120	104	88
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	115	115	115	115
资产总计	5474	5951	6341	6730
流动负债	2657	2840	2946	3013
短期借款	4	0	0	0
应付票据及应付账款	1233	1420	1526	1593
其他	1421	1420	1421	1421
非流动负债	130	126	127	128
长期借款	0	0	0	0
其他	130	126	127	128
负债合计	2787	2966	3073	3141
股本	599	599	599	599
资本公积	1145	1145	1145	1145
未分配利润	779	1065	1335	1642
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2687	2985	3268	3590
负债及权益合计	5474	5951	6341	6730

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润	213	298	343	390
折旧和摊销	61	62	75	91
资产减值准备	44	22	26	23
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	0	-12	-14	-15
投资损失	-24	-20	-21	-21
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-225	-19	-124	-137
经营活动产生现金流量	68	327	285	331
投资活动产生现金流量	-137	-169	-168	-168
融资活动产生现金流量	-90	8	-46	-54
现金净变动	-160	166	71	109
现金的期初余额	1024	701	868	939
现金的期末余额	864	868	939	1048

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3046	3340	3618	3870
营业成本	2435	2575	2771	2941
税金及附加	22	25	27	28
销售费用	188	206	224	239
管理费用	159	174	188	201
研发费用	27	34	36	38
财务费用	-14	-12	-14	-15
其他收益	17	17	17	17
投资收益	24	20	21	21
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-41	-51	-50	-49
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	226	320	370	422
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	237	331	381	433
所得税	24	33	38	43
净利润	213	298	343	390
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	298	343	390
EPS(元)	0.36	0.50	0.57	0.65

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	28.6%	9.7%	8.3%	7.0%
营业利润增长率	-45.3%	41.5%	15.6%	14.1%
归母净利润增长率	-47.7%	39.7%	15.1%	13.7%
盈利能力				
毛利率	20.0%	22.9%	23.4%	24.0%
净利率	7.0%	8.9%	9.5%	10.1%
ROE	7.9%	10.0%	10.5%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	50.9%	49.8%	48.5%	46.7%
流动比率	1.74	1.76	1.79	1.84
速动比率	1.33	1.35	1.36	1.40
营运能力				
资产周转率	59.6%	58.5%	58.9%	59.2%
应收帐款周转率	363.2%	356.0%	353.9%	351.7%
存货周转率	210.4%	196.6%	198.3%	197.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.50	0.57	0.65
每股经营现金	0.11	0.55	0.48	0.55
每股净资产	4.48	4.98	5.45	5.99
估值比率(倍)				
PE	23.2	16.6	14.4	12.7
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn