

# 佳电股份 (000922)

证券研究报告

2023年06月06日

## 特种电机行业领航者，迎高温气冷堆商用时代降临

### 特种电机行业领航者，业务多点开花

公司是中国特种电机的创始厂和主导厂，深耕电机行业超过 80 年，业绩稳定增长，2022 年公司实现收入 35.79 亿元，同比+17.52%；归母净利润 3.51 亿元，同比+64.54%。公司深化国企改革三年行动，规划 2023 年收入 49 亿元，同比+37%。为确保预算完成，公司计划严格执行降本增效方案，制定股权激励规划。此外，公司拟现金收购“哈动装 51%股权”以解决同业竞争的承诺超期未履行，暂且采用“委托经营管理”作为过渡。若同业竞争问题成功解决，哈动装有望助推公司核电领域竞争力进一步加强。

### 低碳引领高效赋能，公司电机业务有望受益于高能耗行业节能改造

作为工业设备的“心脏”，电机是用电大户，2020 年中小型电机用电量占工业用电量的 60%以上。“双碳”背景下，高能耗行业低碳转型，倒逼电机更新换代。公司深耕电机行业 80 余年，高效节能电机产品与技术储备充足，且在石油石化、煤化工及钢铁等重点行业市占率高达 30%-50%，有望充分受益于高能耗行业节能改造。

### 三代核电建设审批加速，公司核用电机业务有望持续放量

政策定调“积极安全有序发展核电”，2022 年中国核准 10 台核电机组，达 2009 年以来最高峰。我们预计“十四五”中国年均核准 8-10 台自主三代核电机组，带动核电电机每年新增约 1.2 亿元需求。公司在核电领域布局超过 10 年，先后研制出核电站用 K1 类电机、“华龙一号”K3 类 10kV 级电动机，推动中国核电自主化制造更进一步。公司作为核电电机龙头，在核电电机领域市占率超过 80%，有望深度受益于三代核电审批加速。

### 积极推进主氨风机产业化建设，迎高温气冷堆商业时代降临

高温气冷堆产业化趋势持续推进：①2022 年 3 个高温气冷堆项目完成主氨风机招标；②中国核电与东华能源合作推进“高温气冷堆+石化产业耦合”的样板工程。主氨风机作为高温气冷堆的核心动力设备，经我们测算 120 万千瓦机组对应主氨风机价值量高达 4.1 亿元。公司作为全球首座高温气冷堆核电站主氨风机设备的总包单位，积极开启主氨风机产业化建设，有望受益于高温气冷堆商用进程推进。

### 盈利预测与投资评级

不考虑哈动装资产注入，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.33、5.29、6.26 亿元，同比+23.2%、+22.3%、+18.4%，对应 PE 为 18、15、13 倍，对应目标价 18.08 元/股，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

**风险提示：**原材料大幅涨价、行业竞争加剧、碳减排不达预期、高温气冷堆商用进程不达预期、测算存在主观性（仅供参考）

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,045.64	3,579.14	4,304.68	5,168.89	6,073.47
增长率(%)	28.58	17.52	20.27	20.08	17.50
EBITDA(百万元)	368.58	590.78	477.34	601.08	719.93
归属母公司净利润(百万元)	213.40	351.12	432.62	529.01	626.25
增长率(%)	(47.67)	64.54	23.21	22.28	18.38
EPS(元/股)	0.36	1.03	0.73	0.89	1.05
市盈率(P/E)	36.68	12.74	18.09	14.79	12.50
市净率(P/B)	2.91	2.61	2.33	2.07	1.82
市销率(P/S)	2.57	2.19	1.82	1.51	1.29
EV/EBITDA	15.74	5.60	14.11	9.44	9.30

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电力设备/电机 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.12 元
目标价格	18.08 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	596.54
流通 A 股股本(百万股)	585.12
A 股总市值(百万元)	7,826.61
流通 A 股市值(百万元)	7,676.75
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	48.01
一年内最高/最低(元)	14.15/7.67

### 作者

**郭丽丽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

**孙潇雅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**裴振华** 联系人  
peizhenhua@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 特种电机行业领航者，业务多点开花</b>	<b>4</b>
1.1. 中国特种电机的创始厂和主导厂，深耕电机制造行业超 80 年	4
1.2. 聚焦防爆电机和普通电机，业务多点开花	5
1.3. 同业竞争亟待解决，期待哈动装资产注入	6
<b>2. 低碳引领高效赋能，公司电机业务有望受益于高能耗行业节能改造</b>	<b>7</b>
2.1. 双碳推动高耗能行业“减量提质”，节能电机换新需求有望爆发	7
2.2. 技术+研发构筑护城河，公司有望深度受益于高能耗行业节能改造	8
<b>3. 三代核电建设加速在即，公司核用电机业务有望持续放量</b>	<b>9</b>
3.1. 预计“十四五”年均核准 8-10 台核电机组，电机需求每年约 1.2 亿元	9
3.2. 公司核用电机市占率超过 80%，有望深度受益于核电审批加速	10
<b>4. 四代核电高温气冷堆商用时代开启，主氦风机空间有望打开</b>	<b>11</b>
4.1. 高温气冷堆商用时代开启，核能制氢前景广阔	11
4.2. 主氦风机是高温气冷堆的核心设备，120 万千瓦核电机组对应主氦风机价值量约 4.1 亿元	13
4.3. 公司积极推进主氦风机产业化建设，迎高温气冷堆商业时代降临	14
<b>5. 盈利预测与估值：首次覆盖，给予“买入”投资评级</b>	<b>15</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1：佳电股份历史沿革	4
图 2：佳电股份股权结构图（2023-03-31）	4
图 3：2018-2023Q1 公司经营情况（亿元）	5
图 4：2018-2022 年公司收入结构	5
图 5：公司收入分行业统计（2021 年）	5
图 6：2020 年公司在多个领域实现领导地位	6
图 7：公司同业竞争历史梳理	6
图 8：哈动装部分经营数据（亿元）	7
图 9：高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 版摘要）	7
图 10：《YBX5 系列高效率隔爆型三相异步电动机技术条件》等 4 项团标及 8 项企业标准	8
图 11：公司低温潜液电机产品	8
图 12：公司研制出主氦风机	8
图 13：2017-2022 年公司研发人员占比	9
图 14：公司 YJKK 系列高效率高压三相异步电动机	9
图 15：公司 YBX3 系列高效率隔爆型三相异步电动机	9
图 16：2008-2022 中国核准核电机组数量	10
图 17：2011-2022 年中国商运核电装机规模及预期目标	10
图 18：公司研制的“华龙一号”安全级 K3 类 10kV 级电动机	11

图 19: 公司 HY80-355 系列安全级 K3 类 380V 核电厂用电动机 .....	11
图 20: 高温气冷堆热效率领先, 商用前景广阔.....	11
图 21: 高温气冷堆核电站发电系统示意图 .....	12
图 22: 核能制氢技术路线图.....	12
图 23: 高温气冷堆制氢直接还原炼铁原理路线示意图.....	12
图 24: 中国不同制氢方式的成本分析 .....	13
图 25: 中国 “高温气冷堆” 发展历程 .....	13
图 26: 主氦风机是高温气冷堆的心脏设备 .....	14
图 27: 佳电股份主氦风机产品 .....	14
图 28: 公司主氦风机于 2019 年 4 月成功移交至石岛湾核电站.....	14
图 29: 佳电股份分业务预测 (单位: 百万元) .....	15
图 30: 可比公司估值 (截至 2023 年 6 月 5 日) .....	16
表 1: 江苏绿能项目一期工程/XX 绿能项目/CX 项目一期工程主氦风机及主氦风机电气贯穿件中标信息.....	14

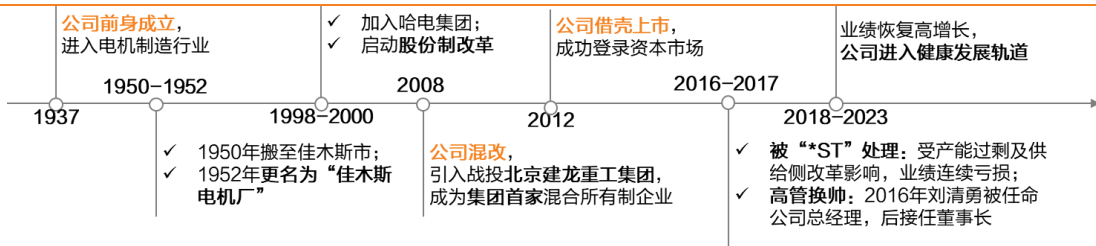
## 1. 特种电机行业领航者，业务多点开花

### 1.1. 中国特种电机的创始厂和主导厂，深耕电机制造行业超 80 年

公司是中国特种电机的创始厂和主导厂，深耕电机行业超过 80 年。

- **公司底蕴深厚，拥有 86 年的电机生产历史。**公司前身于 1937 年始建于沈阳，出于抗美援朝时期的生产安全性考量，于 1950 年搬至佳木斯市。公司承继了佳木斯电机厂全部优质资产，延续 86 年生产电机的历史，是中国特种电机的创始厂和主导企业，曾生产中国第一台防爆电机、第一台起重冶金电机、第一台屏蔽电机、第一台局部扇风机和第一台正压型电机。
- **公司是国内产品链最为齐全、产品竞争力领先的特种电机企业。**公司拥有产品 269 个系列、1909 个品种，单机功率覆盖 0.12-31500KW，广泛应用于机械煤炭、石油化工、起重冶金、航空航天等行业以及核电站、卫星发射、三峡工程、南极长城站等国家重点建设项目。同时，公司生产实力强，年生产能力达 1100 万千瓦以上。
- **公司品牌知名度高。**公司生产的“飞球”牌电机主要应用于石油、化工、煤炭、钢铁、冶金、航天等领域，以高质量、高性能享誉国内外，产品遍布全国并远销 40 多个国家和地区。

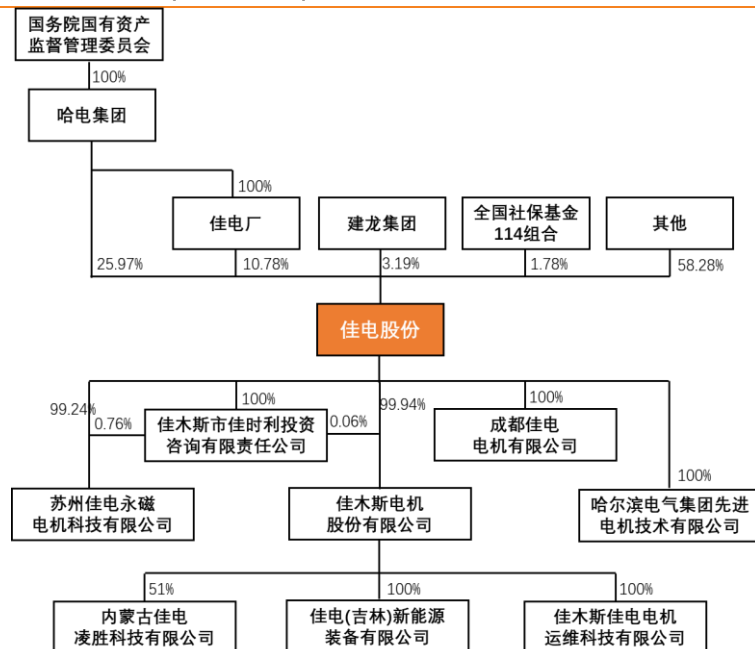
图 1：佳电股份历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司股权结构稳定，实控人为国务院国有资产监督管理委员会，持股比例达 36.75%。①自公司 2012 年上市以来，哈电集团、佳电厂和建龙集团连续稳居公司前三大股东。截至 2023 年 3 月 31 日前三大股东持股比例合计达 39.94%。②公司的实控人为国务院国有资产监督管理委员会，通过哈电集团间接持有公司 36.75% 的股权。

图 2：佳电股份股权结构图（2023-03-31）



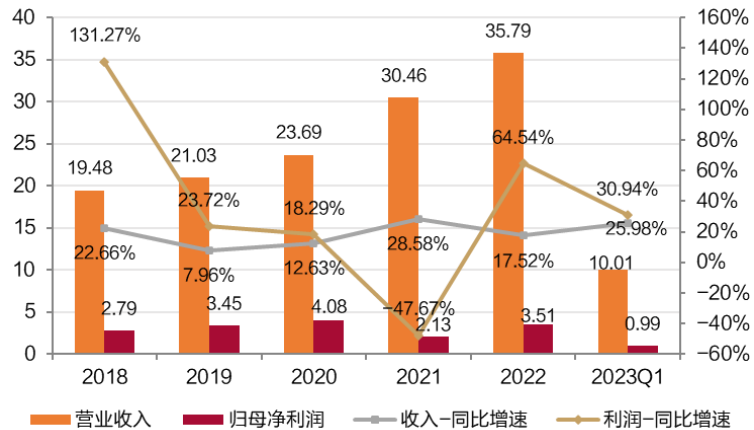
资料来源：wind，天风证券研究所

## 1.2. 聚焦防爆电机和普通电机，业务多点开花

公司收入稳定增长，2018-2022 年收入复合增速为 16.4%。2022 年公司实现收入 35.79 亿元，同比+17.52%，CAGR 4 为 16.4%。

2023 年收入规划同比+37%，或将推进股权激励规划。公司发布 2023 年度财务预算报告提出，预计公司 2023 年营业收入为 49 亿元，同比+37%。为确保预算完成，公司计划：  
①制定相关管理制度，加大订货量及应收账款回收额；②严格执行降本增效方案，为公司创造更大的效益；③探索新模式，完善目标责任状制定与考核；④建立、健全公司长效机制，制定股权激励规划。

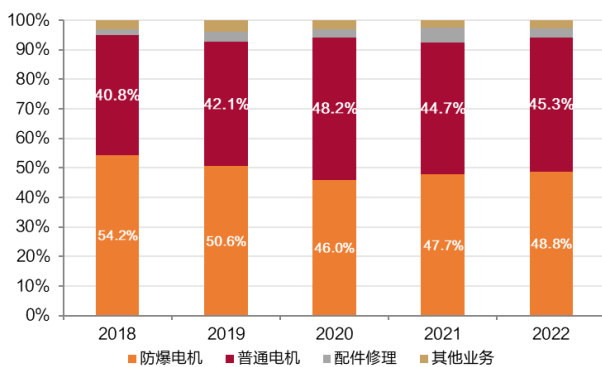
图 3：2018-2023Q1 公司经营情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

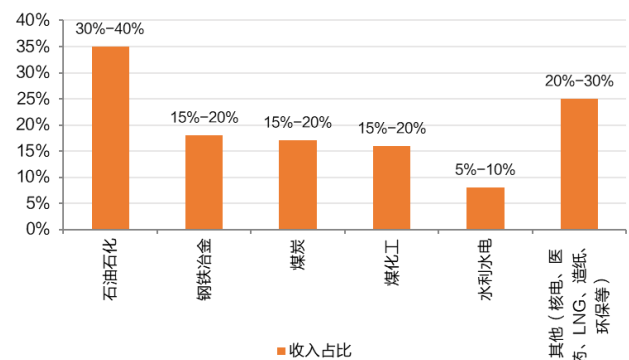
防爆电机和普通电机是公司的核心产品，下游应用范围广泛。①2018-2022 公司的防爆电机和普通电机的收入比重持续保持在 90%以上，其中 2022 防爆电机和普通电机分别占公司总收入的 45.3%和 48.8%。②公司的产品应用范围广泛，包括石油、石化、煤炭、煤化工、冶金、矿山、交通、水利、电力、航天、粮食等众多高科技领域。

图 4：2018-2022 年公司收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司收入分行业统计（2021 年）



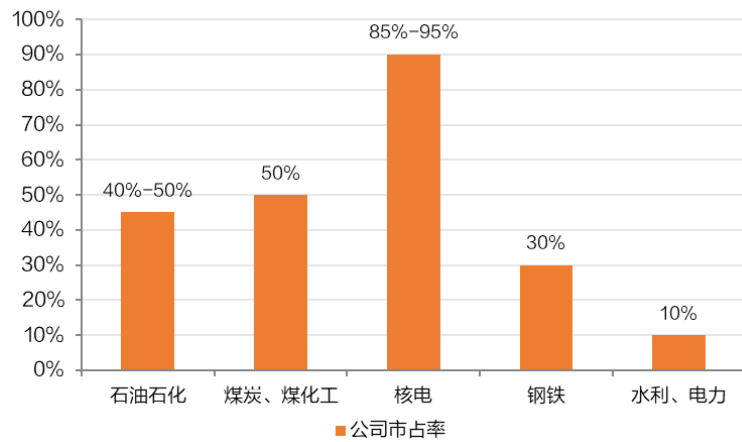
资料来源：wind，天风证券研究所

业务多点开花，2020 年公司已在多个领域实现领导地位：

- 石油石化领域市占率达 40%-50%，其中公司主要为中石油、中石化、中海油总部及分子公司的新建、改扩建项目提供产品，产品覆盖率达到 50%以上。
- 煤炭、煤化工领域市占率超过 50%。公司经验丰富，曾参与内蒙古大唐国际克什克腾煤制气项目、中国神华煤制油有限公司 829 煤制油项目等众多大型项目。
- 核电领域市占率达 85%-95%。公司在核电领域积淀深厚，布局已超过 10 年，截至 2021 年 11 月，公司已经给国内核电站累计提供了 8612 台核电站用的电动机。此外，在四代核电的布局方面，公司是高温气冷堆主氮风机的总包单位，目前主氮风机已完成产品定型，且 2 台产品已在石岛湾核电站投产运营。

- 钢铁领域市占率达 30%，其中中国钢铁企业 80%的热压线、宽厚板项目均全部选用公司产品。
- 水利、电力领域市占率约 10%。

图 6：2020 年公司在多个领域实现领导地位



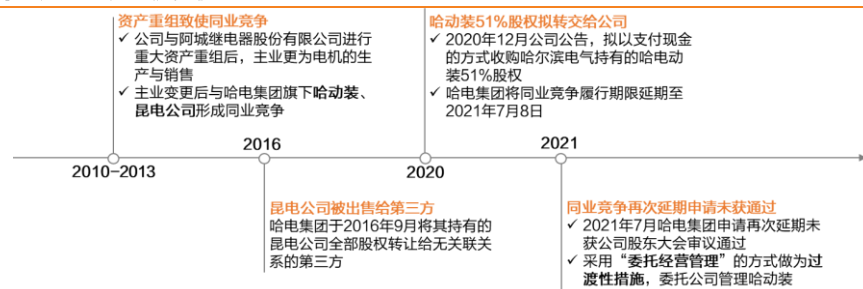
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 同业竞争亟待解决，期待哈动装资产注入

控股股东哈电集团旗下“哈动装”与公司形成同业竞争。哈电动装主要业务为核主泵、核电机、核主泵及核电机材料、大中型同步电机、异步电机、直流电机、交交变频电机、特种电机等，与公司形成同业竞争。

哈电集团拟将哈动装 51% 股权转交给公司。2020 年 12 月公司公告，拟支付现金收购哈尔滨电气持有的哈电动装 51% 股权以解决同业竞争。由于收购未如期完成，当前哈动装由公司委托经营的方式作为过渡性措施。

图 7：公司同业竞争历史梳理

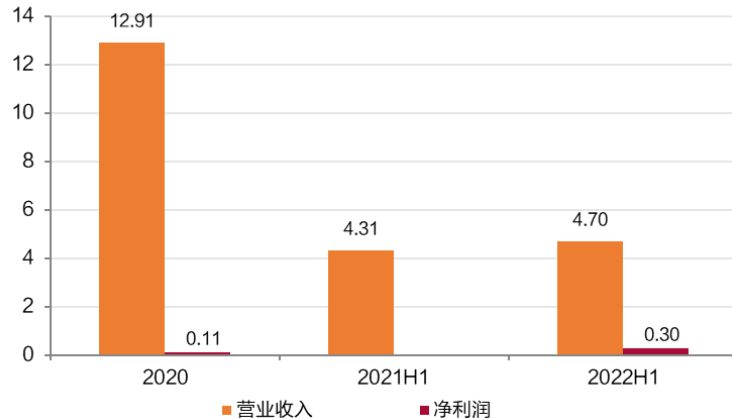


资料来源：公司公告，天风证券研究所

同业竞争问题若成功解决，公司核电领域核心竞争力有望进一步增强。2009 年以来，哈电集团对哈电动装业务进行重新定位，由普通电机产品向高端核电主泵相关产品转型，先后投资 10 亿元建设了核电设备制造基地，承担了 AP1000/CAP1400 核电主泵等国家科技重大专项项目等。2022H1 哈动装实现收入 4.70 亿元，实现净利润 0.30 亿元，若同业竞争问题成功解决，哈动装资产注入带来业绩增厚的同时，也有望推动公司核电领域竞争力进一步加强。



图 8：哈动装部分经营数据（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 低碳引领高效赋能，公司电机业务有望受益于高能耗行业节能改造

### 2.1. 双碳推动高耗能行业“减量提质”，节能电机换新需求有望爆发

**高能耗行业减碳目标逐步落地。**2021 年 10 月国家发改委联合五部委发文指定高能耗行业“十四五”减碳目标，到 2025 年，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心达到标杆水平的产能比例超过 30%。

- **煤炭行业：**到 2025 年实现煤炭消费占比下降至 13%以下。推进煤炭消费替代和转型升级，严格控制新增煤电项目，新建机组煤耗标准达到国际先进水平，有序淘汰煤电落后产能，加快现役机组节能升级和灵活性改造，推动煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型。
- **石油行业：**中国石油制定绿色转型三步走战略，力争到 2025 年左右温室气体排放接近峰值，2035 年左右实现新能源新业务的战略接替，2050 年实现“近零”排放。**中国石化**致力于打造世界领先洁净能源化工公司，于 2021 年 7 月开启中国首个百万吨级 CCUS 项目建设，力争在 2050 年实现碳中和的目标。**中国海油**加速能源转型，努力实现 2025 年清洁能源新产业收入占总收入 10%的目标。
- **钢铁行业：**中钢协发文制定行业碳达峰初定目标，2025 年前实现碳排放达峰；到 2030 年，钢铁行业碳排放量较峰值降低 30%，预计将实现碳减排量 4.2 亿吨。

图 9：高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 版摘要）

国民经济行业分类及代码			重点领域		指标名称	指标单位	标杆水平	基准水平	参考标准
大类	中类	小类							
石油、煤炭及其他燃料加工业	精炼石油产品制造	原油加工及石油制品制造	炼油		单位能量因数综合能耗	千克标准油/吨*能量因数	7.5	8.5	GB 30251
		煤炭加工	炼焦	煤制焦炭	顶装焦炉	单位产品能耗	千克标准煤/吨	110	135
	捣固焦炉			褐煤	110			140	
	煤制液体燃料生产		煤制甲醇	烟煤	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1550	2000	GB 29436
				无烟煤			1400	1800	
	煤制液体燃料生产	煤制烯烃	乙烯和丙烯	单位产品能耗	千克标准煤/吨	2800	3300	GB 30180	
			煤制乙二醇	合成气法	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1000	1350	GB 32048

资料来源：国家发改委，工信部，生态环境部，市场监督管理总局，国家能源局，天风证券研究所

**电机能效升级将成为工业领域助力“双碳”目标实现的关键一环。**①电机作为风机、泵、压缩机、机床、传输带等各种机械设备的驱动装置，被称为工业设备的“心脏”，2020 年中小型电机用电量占工业用电量的 60%以上。②面对减排目标，高效节能电机的推广势在必行。根据中国标准化研究院，按照全国年发电量 5 万亿千瓦时计算，如果工业电动机

效率提升 1%，那么一年节约用电量将相当于国内一个中等城市年度用电量。“双碳”背景下，高能耗行业低碳转型，倒逼电机更新换代，推动高效节能电机需求放量。

## 2.2. 技术+研发构筑护城河，公司有望深度受益于高能耗行业节能改造

公司在电机领域积淀深厚，技术+研发构筑护城河。

- **特种电机行业领头羊，持续引领行业标准。**2021 年 8 月，公司主导制定的《YBX5 系列高效率隔爆型三相异步电动机技术条件(机座号 80-355)》等 4 项团体标准评审及 8 项企业标准技术评价会议顺利通过专家组评审，为达到国家 1 级能效的电机产品的设计、加工制造、生产、检验、采购提供标准依据，填补国内产品的标准空白。

图 10:《YBX5 系列高效率隔爆型三相异步电动机技术条件》等 4 项团标及 8 项企业标准

四项团体标准目录		
序号	标准编号	
1	YBX5系列高效率隔爆型三相异步电动机技术条件(机座号80~355)	
2	YFBX5系列高效率粉尘防爆型三相异步电动机技术条件(机座号80~355)	
3	YE5系列高效率三相异步电动机技术条件(机座号80~355)	
4	安全级K3类低压H级电动机鉴定大纲	
企业标准技术评价目录		
序号	标准代号	标准名称
1	Q/0EE.020-2021	YBX5系列高效率隔爆型三相异步电动机技术条件(机座号80~355)
2	Q/0EE.117-2020	YE5系列高效率三相异步电动机技术条件(机座号80~355)
3	Q/0EE.128-2021	YFBX5系列高效率粉尘防爆三相异步电动机技术条件(机座号80~355)
4	Q/0EE.256-2020	YBFBX4系列高效率复合型防爆三相异步电动机技术条件(机座号80~355)
5	Q/0EE.270-2019	YBX系列高效率隔爆型高压三相异步电动机技术条件(机座号560-710)
6	Q/0EE.134-2019a	YBX3系列高效率隔爆型高压三相异步电动机技术条件(机座号355-630)
7	Q/0EE.267-2019	YX、YXKS系列高效率高压三相异步电动机技术条件(机座号710-1120)
8	Q/0EE.273-2020	YZYKS系列正压外壳型高压三相异步电动机技术条件(机座号710-1120)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **公司拥有 80 余年的电机制造工艺积淀，技术实力强。**公司先后完成了核电站用 K1 类电机、YBX4/YE4 为主导的低压高效电机，成功研制“华龙一号”核电厂用高压三相异步电动机、LNG 低温潜液电机、主氮风机、永磁电机、IE5 超高效率电机、无刷双馈电机、大功率防爆同步电动机、大功率高速异步电动机等新产品，多次打破海外垄断、填补国内技术空白。同时，公司承担了多项国家及省部级科研计划，研发的产品曾多次获得过国家级及省、部级科技进步奖。

图 11: 公司低温潜液电机产品



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12: 公司研制出主氮风机

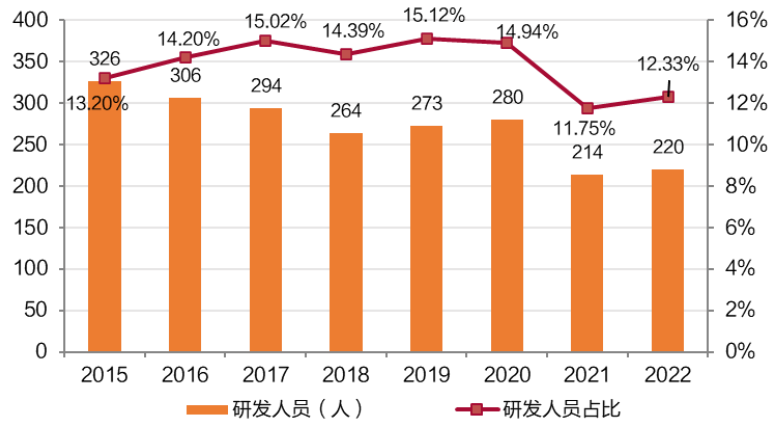


资料来源：公司年报，天风证券研究所

- **持续重视研发，夯实技术优势。**①公司研发人员占比处于高位，2017-2020 年公司研发人员占比持续保持在 15%左右，2021-2022 年保持在 12%左右。②公司聚焦高附加值的特种电机，深入实施“佳木斯+哈尔滨”双技术总部战略，持续加大超高效、环保型、高附加值电机的研制力度。③公司内部设有国家防爆电机工程技术研究中心，进一步加强公司在防爆电机领域的研发优势。



图 13：2017-2022 年公司研发人员占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

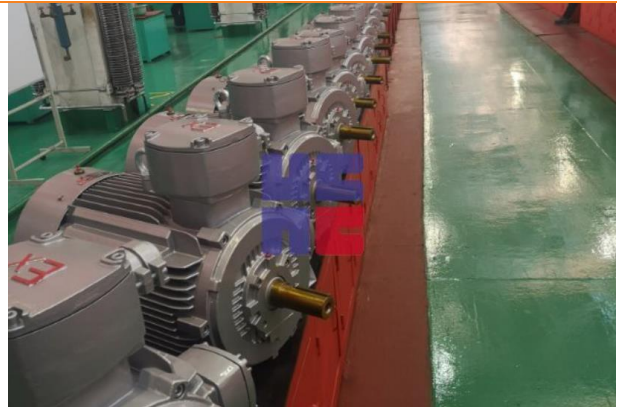
公司在节能电机领域积淀深厚，有望深度受益于高能耗行业节能改造。公司在多个高能耗行业实现领导地位。2020 年公司电机在石油石化领域市占率达 40%-50%，在煤炭、煤化工领域市占率达 50%以上，在钢铁领域市占率达 30%，在水利、电力领域市占率约 10%。我们认为公司深耕电机行业 80 余年，高效节能电机产品与技术储备充足，且在石油石化、煤化工及钢铁等重点行业市占率高达 30%-50%，有望充分受益于高能耗行业节能改造。

图 14：公司 YJKK 系列高效率高压三相异步电动机



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 15：公司 YBX3 系列高效率隔爆型三相异步电动机



资料来源：公司官网，天风证券研究所

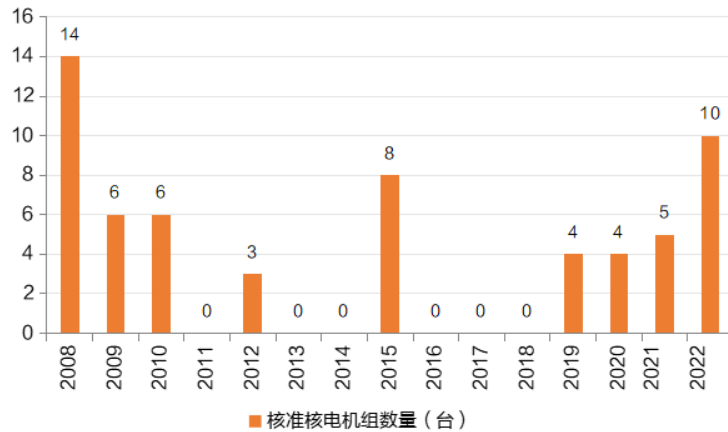
### 3. 三代核电建设加速在即，公司核用电机业务有望持续放量

#### 3.1. 预计“十四五”年均核准 8-10 台核电机组，电机需求每年约 1.2 亿元

政策定调“积极安全有序发展核电”。2021 年，《“十四五”规划和 2035 年远景目标》和《2021 年政府工作报告》先后提出“积极有序发展核电”。《二十大报告》中再次指出，要推动能源清洁低碳高效利用，推进工业、建筑、交通等领域清洁低碳转型，积极安全有序发展核电，加强能源产供储销体系建设，确保能源安全。

2022 年中国核准 10 台核电机组，达 2009 年以来最高峰。我们认为本次核电核准体现国内能源转型对稳定能源需求的急迫性，是中国火电重启加速的一体两面，再度印证核电的基荷能源属性。

图 16：2008-2022 中国核准核电机组数量

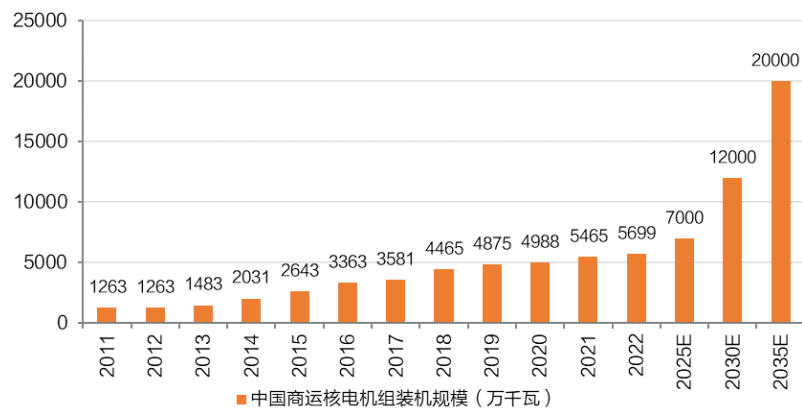


资料来源：立鼎产业研究网，和讯新闻，中国核能行业协会，天风证券研究所

预计“十四五”期间中国年均核准 8-10 台自主三代核电机组。截至 2022 年，中国商用核电装机 5698.57 万千瓦。根据中国核能行业协会及有关机构的研究成果，到 2025 年中国核电在运装机容量预计达 7000 万千瓦左右，在建装机规模接近 4000 万千瓦；到 2035 年，我国核电在运和在建装机容量将达 2 亿千瓦左右，发电量约占全国发电量的 10%左右。考虑到核电建设周期较长，我们预计“十四五”将为核电密集核准期，年均核准 8-10 台核电机组。

此外，目前中国自主三代核电综合国产化率达 88%以上，已具备每年 8-10 台/套核电主设备的制造能力和同时建造 30 台以上核电机组的工程施工能力，因此产能将不会成为“十四五”期间掣肘中国核电发展的因素。

图 17：2011-2022 年中国商运核电装机规模及预期目标



资料来源：《中国核能发展与展望(2021 年)》，中国经济周刊，国家核安全局，中国核能行业协会公众号，天风证券研究所

按照“十四五”每年核准 8-10 台核电机组，中国核电电机每年市场需求达 1.23-1.28 亿元。参考核电电机龙头佳电股份超过 80%的市占率和对福清 5 号机组的核级电机供应情况，我们以“核三级重要厂用水泵”价格代表核电电机单价，测得单台核电机组对应的核电电机价值量约 1500 万元。

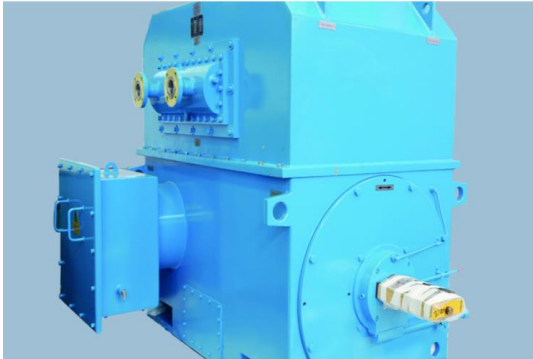
### 3.2. 公司核用电机市占率超过 80%，有望深度受益于核电审批加速

公司核电电机实力强。①公司成功研制核电站用 K1 类电机，成功打破了国外技术垄断。②公司为“华龙一号”核电机组研制的安全级 K3 类 10kV 级电动机样机已通过由中国机械工业联合会组织的行业鉴定，推动中国核电自主化制造再进一步。

十年布局，公司在核电电机领域市占率超过 80%。公司为我国二代核电项目配套了八千余台核用电机，占有率在 80%以上；公司三代核电技术已承接了中核、中广核的“华龙一号”项目，现已经完成了中核“华龙一号”福清核电项目 5、6 号机组核电产品及中广核“华

“华龙一号”示范堆项目防城港二期核电工程的交付，已完成中核“华龙一号”出口示范项目巴基斯坦卡拉奇核电项目 K2/K3 项目，正在执行中广核三澳核电、太平岭核电、陆丰 5/6 及中核漳州、昌江 3/4 项目等。我们认为公司作为核电电机龙头，三代核电建设加速，有望推动公司核电业务板块业务放量。

图 18：公司研制的“华龙一号”安全级 K3 类 10kV 级电动机



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：公司 HY80-355 系列安全级 K3 类 380V 核电厂用电动机



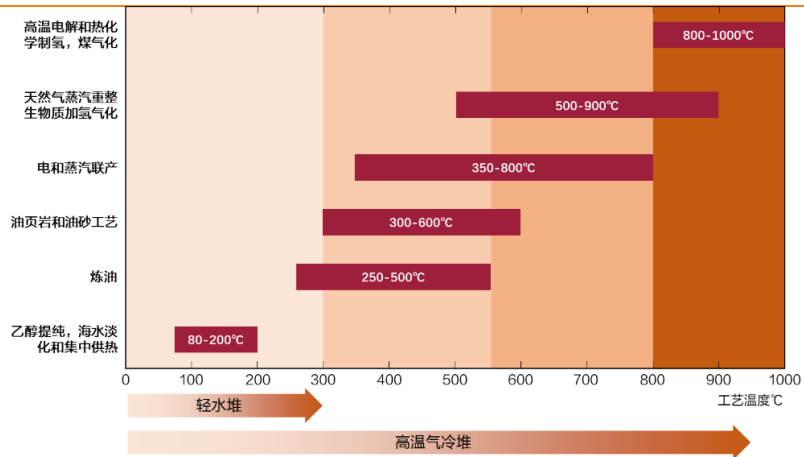
资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 4. 四代核电高温气冷堆商用时代开启，主氦风机空间有望打开

### 4.1. 高温气冷堆商用时代开启，核能制氢前景广阔

高温气冷堆热效率领先，商用前景广阔。石岛湾高温气冷堆示范电站的氦气出口温度能达到 750℃，产生 566℃的过热蒸汽，因此高温气冷堆在热电冷联产、高温工艺热应用等核能综合利用上拥有广阔前景，例如制氢、海水淡化、居民区供热等。

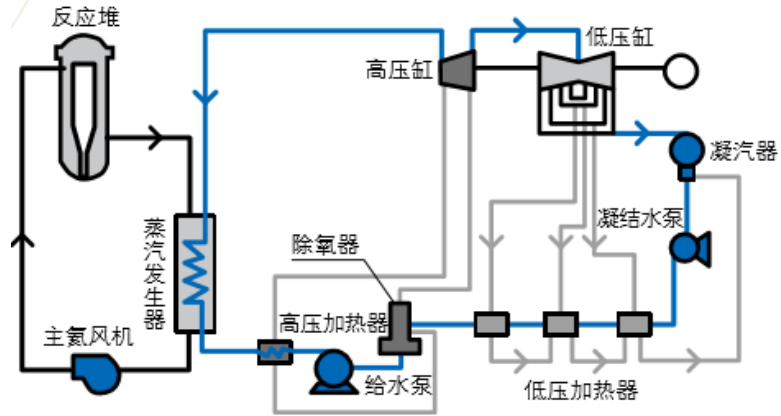
图 20：高温气冷堆热效率领先，商用前景广阔



资料来源：清华控股官网，天风证券研究所

**应用前景一：高温气冷堆发电效率高。**高温气冷堆示范工程采用氦气作为冷却剂，石墨作为慢化剂，气冷堆出口温度可以高达 750℃，比目前普遍使用的水冷反应堆产生 300 多摄氏度的高温高出了一倍多，将核能发电效率从 37%左右提升至 42%以上。

图 21：高温气冷堆核电站发电系统示意图

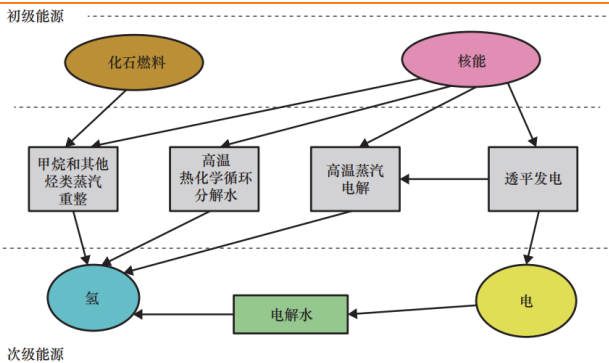


资料来源：科塔学术，天风证券研究所

**应用场景二：高温气冷堆制氢，工艺契合度高，有望助力高排碳行业低碳转型。**

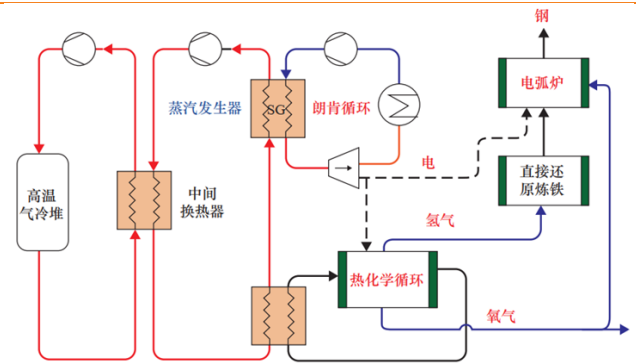
- **高温气冷堆能够提供高温工艺热，是目前最理想的高温电解制氢的核反应堆。**高温气冷堆制氢是将核反应堆与热化学循环制氢装置耦合，以核反应堆提供的高温作为热源，使水在 800℃至 1000℃下催化热分解，从而制取氢和氧。在 800℃下，高温电解的理论效率高于 50%，温度升高会使效率进一步提高。在此种方案下，高温气冷堆（出口温度 700℃-950℃）和超高温气冷堆（出口温度 950℃以上）是目前最理想的高温电解制氢的核反应堆。

图 22：核能制氢技术路线图



资料来源：《中国高温气冷堆制氢发展战略研究》（张平），天风证券研究所

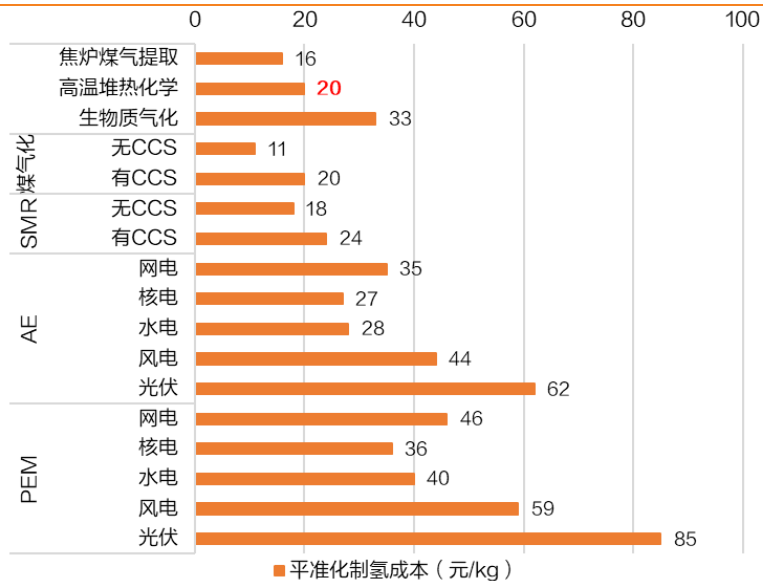
图 23：高温气冷堆制氢直接还原炼铁原理路线示意图



资料来源：《中国高温气冷堆制氢发展战略研究》（张平），天风证券研究所

- **高温气冷堆制氢成本低、减排效果优。**①**制氢成本低：**根据《中国不同制氢方式的成本分析》测算，高温堆热化学制氢成本仅 20 元/kg，接近化石能源制氢和焦炉煤气提氢成本，是成本最低的大规模新型制氢技术。②**减排效果优：**根据氢能汇数据，一台 60 万千瓦高温气冷堆机组可满足 180 万吨钢对氢气、电力及部分氧气的能量需求，每年可减排约 300 万吨二氧化碳，减少能源消费约 100 万吨标准煤。

图 24：中国不同制氢方式的成本分析



资料来源：《中国不同制氢方式的成本分析》(王彦哲等)，天风证券研究所

在核电核准加速和工业低碳转型背景下，高温气冷堆空间广阔。我们以制钢行业测算高温气冷堆需求，2022 年中国粗钢产量达 10.13 亿吨，按照 180 万吨钢对 60 万千瓦高温气冷堆，对应 3.38 亿千瓦高温气冷堆（即 281 个 120 万千瓦规格的高温气冷堆机组）。

#### 高温气冷堆商用进程持续推进。

- 2021 年全球首台高温气冷堆项目完成并网发电。2021 年 9 月 12 日，华能石岛湾高温气冷堆核电站示范工程 1 号反应堆首次达到临界状态，机组正式开启带核功率运行，标志着全球首座四代核电石岛湾高温气冷堆临界。
- 2022 年 3 个高温气冷堆项目的主氦风机完成招标。根据中核集团电子采购平台，2022 年 CX 项目、江苏绿能项目一期工程、XX 绿能项目相继完成主氦风机招标。
- 2022 年中国核电与东华能源合作推进“高温气冷堆+石化产业耦合”的样板工程，未来五年内预计投资超千亿元，通过对高温蒸汽的梯次利用，保障“东华茂名轻烃产业园”蒸汽、电力、制冷乃至氢能的清洁化供应。

图 25：中国“高温气冷堆”发展历程



资料来源：《高温气冷堆在我国的发展综述》(符晓铭等)，《高温气冷堆的应用模式探索》(侯艳丽)，中国电力网，能源界，中国核工业集团电子采购平台，中国核电公告，天风证券研究所

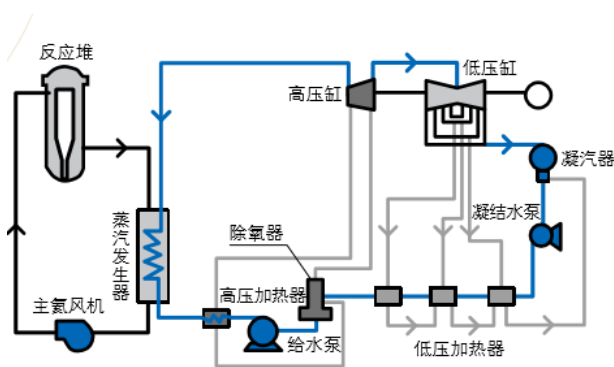
#### 4.2. 主氦风机是高温气冷堆的核心设备，120 万千瓦核电机组对应主氦风机价值量约 4.1 亿元

主氦风机是高温气冷堆的心脏设备，被安装在一回路内部蒸汽发生器输出端，是核反应堆一回路系统唯一的能动设备。在工作中，HTR-PM 的主氦气风机将氦气加压到 70 个大气压后作为冷却剂，将反应堆堆芯产生的热量带走。随后氦气流经蒸汽发生器，再次加



压后返回反应堆堆芯，从而实现能量交换。

图 26：主氦风机是高温气冷堆的心脏设备



资料来源：科塔学术，天风证券研究所

图 27：佳电股份主氦风机产品



资料来源：公司年报，天风证券研究所

经我们测算，高温气冷堆 120 万千瓦机组对应主氦风机价值量约 4.1 亿元。①台数：山东石岛湾示范项目 20 万千瓦装机容量需要主氦风机 2 台可知，120 万千瓦标准机组预计需要 12 台主氦风机。②单价：根据江苏绿能/XX 绿能的招标信息，主氦风机单价近 3400 万元。

表 1：江苏绿能项目一期工程/XX 绿能项目/CX 项目一期工程主氦风机及主氦风机电气贯穿件中标信息

标段	中标公司	投标报价 (万元)	标段内容
第 I 标段	上海电气	6400	江苏绿能项目一期工程主氦风机设备 2 台套
第 II 标段	佳电股份	13692.5	XX 绿能项目主氦风机设备 4 台套
第 III 标段	佳电股份	20612.5	XX 绿能项目主氦风机设备 2 台套、江苏绿能项目一期工程主氦风机设备 4 台套
合计		40705	12 台主氦风机

资料来源：中核集团电子采购平台、天风证券研究所

#### 4.3. 公司积极推进主氦风机产业化建设，迎高温气冷堆商业时代降临

公司为全球首座高温气冷堆核电站主氦风机设备的总包单位，2019M4 公司研制的主氦风机成功交货石岛湾核电站，成功打破海外垄断。

图 28：公司主氦风机于 2019 年 4 月成功移交至石岛湾核电站



资料来源：公司官方微信，天风证券研究所

公司积极推进主氦风机的产业化建设，伴随高温气冷堆大规模推广，主氦风机有望成为公司的下一个业绩支撑点。2021 年 11 月 19 日公司公告拟建设主氦风机成套产业化项目，建成后将形成年产主氦风机产品 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 3.6 亿元、利润总额 6300 万元。公司作为全球首座高温气冷堆核电站主氦风机设备的总包单位，开启主氦风机产业化建设，有望受益高温气冷堆商用进程推进。

## 5. 盈利预测与估值：首次覆盖，给予“买入”投资评级

我们给予以下假设对佳电股份进行盈利预测：

**(1) 防爆电机：①收入增速：**煤炭、石油等高能耗行业低碳转型需求强烈，我们预计公司防爆电机 2023-2025 年收入增速分别为 20.5%、20%、15%。**②毛利率：**钢材等原材料价格已进入下降通道，同时伴随核用电机需求放量，毛利率有望恢复。我们预计公司防爆电机 2023-2025 年毛利率分别为 27%、28%、29%。

**(2) 普通电机：①收入增速：**高效节能电机新品推出，推动公司普通电机需求增长，预计公司普通电机收入增速分别为 20%、20%、20%。**②毛利率：**原材料进入降价通道，预计公司普通电机 2023-2025 年毛利率分别为 16.5%、17%、17%。

**(3) 配件修理：①收入增速：**公司为拓展风电运维业务，加快推动向运维服务商转型，做大做强风电运维产业，2022 年投资设立控股三级子公司内蒙古佳电凌胜科技有限公司，创建苏尼特右旗风电运维服务基地，我们预期公司配件修理业务 2023-2025 年收入增速分别为 30%、30%、25%。**②毛利率：**预计公司配件修理业务 2023-2025 年毛利率分别为 45%、46%、46%。

综合以上假设，不考虑哈动装资产注入，我们预计佳电股份 2023-2025 年分别可实现营业收入 43.05、51.69、60.73 亿元，分别同比+20.3%、+20.1%、+17.5%；实现归属于母公司的净利润分别为 4.33、5.29、6.26 亿元，分别同比+23.2%、+22.3%、+18.4%。

图 29：佳电股份分业务预测（单位：百万元）

报告期	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2368.75	3045.64	3579.14	4304.68	5168.89	6073.47
YOY	12.6%	28.6%	17.5%	20.3%	20.1%	17.5%
营业总成本	1648.98	2436.41	2728.92	3278.77	3899.77	4561.16
YOY	19.4%	47.8%	12.0%	20.1%	18.9%	17.0%
毛利润	719.78	609.23	850.22	1025.92	1269.12	1512.30
毛利率(%)	30.4%	20.0%	23.8%	23.8%	24.6%	24.9%
<b>防爆电机</b>						
收入	1089.25	1454.08	1747.96	2106.29	2527.55	2906.69
YOY	2.4%	33.5%	20.2%	20.5%	20.0%	15.0%
成本	708.57	994.00	1276.77	1537.59	1819.84	2063.75
YOY	9.1%	40.3%	28.4%	20.4%	18.4%	13.4%
毛利	380.68	460.08	471.20	568.70	707.71	842.94
毛利率(%)	34.9%	31.6%	27.0%	27.0%	28.0%	29.0%
业务收入比例(%)	46.0%	47.7%	48.8%	48.9%	48.9%	47.9%
<b>普通电机</b>						
收入	1141.75	1360.52	1621.61	1945.93	2335.11	2802.13
YOY	25.9%	19.2%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	878.12	1299.16	1359.04	1624.85	1938.14	2325.77
YOY	32.5%	47.9%	4.6%	19.6%	19.3%	20.0%
毛利	263.63	61.36	262.56	321.08	396.97	476.36
毛利率(%)	23.1%	4.5%	16.2%	16.5%	17.0%	17.0%
业务收入比例(%)	48.2%	44.7%	45.3%	45.2%	45.2%	46.1%
<b>配件修理</b>						
收入	67.67	129.69	109.67	142.57	185.34	231.67
YOY	-6.7%	91.6%	-15.4%	30.0%	30.0%	25.0%
成本	37.72	114.10	59.01	78.41	100.08	125.10
YOY	-10.1%	202.5%	-48.3%	32.9%	27.6%	25.0%
毛利	29.95	15.58	50.65	64.16	85.26	106.57
毛利率(%)	44.3%	12.0%	46.2%	45.0%	46.0%	46.0%
业务收入比例(%)	2.9%	4.3%	3.1%	3.3%	3.6%	3.8%
<b>其他业务</b>						
收入	70.08	101.35	99.91	109.90	120.89	132.98
YOY	17.2%	44.6%	-1.4%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	24.56	29.15	34.09	37.91	41.71	46.54
YOY	-8.5%	18.7%	17.0%	11.2%	10.0%	11.6%
毛利	45.52	72.20	65.81	71.98	79.18	86.43
毛利率(%)	65.0%	71.2%	65.9%	65.5%	65.5%	65.0%
业务收入比例(%)	3.0%	3.3%	2.8%	2.6%	2.3%	2.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司为特种电机行业龙头，核电业务打开成长空间，因此我们选取电机行业标的卧龙电驱、八方股份、鸣志电器，和核电阀门龙头江苏神通作为可比公司。根据可比公司，我们给予公司 2023 目标 PE 估值 24.94 倍，对应目标价 18.08 元/股，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

图 30：可比公司估值（截至 2023 年 6 月 5 日）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE(倍)		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600580.SH	卧龙电驱	158.80	8.00	13.74	16.48	19.69	11.55	9.63	8.07
002438.SZ	江苏神通	58.11	2.28	3.32	4.28	5.39	17.48	13.59	10.79
603489.SH	八方股份	99.14	5.12	6.05	7.50	9.34	16.38	13.21	10.61
603728.SH	鸣志电器	220.91	2.47	4.07	6.27	8.72	54.33	35.25	25.35
平均值							24.94	17.92	13.70
000922.SZ	佳电股份	78.27	3.51	4.33	5.29	6.26	18.09	14.79	12.50

资料来源：wind，天风证券研究所

注：归母净利润除佳电股份为天风证券研究所预测外，其余标的预测均为 wind 一致预期

## 6. 风险提示

**原材料涨价风险：**矽钢片、电解铜等为电机制造的核心原材料，若原材料大幅涨价，电机制造企业的毛利率会出现显著下滑。

**行业竞争加剧的风险：**在高耗能行业低碳转型和核电核准加速的背景下，特种电机需求旺盛，可能会使得大量企业切入相应的细分赛道。若未来市场竞争加剧，电机制造企业的经营业绩都会有下降的风险。

**碳减排进度不达预期：**若石油、煤炭等高耗能行业减排进度不达预期，高效节能电机需求量可能减少。

**高温气冷堆商用进度不达预期：**主氦风机是高温气冷堆一回路驱动系统，若高温气冷堆商用进度不达预期，会对主氦风机需求增长产生不利影响。

**测算存在主观性，仅供参考：**本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	701.30	1,483.50	1,937.11	2,067.56	1,822.04
应收票据及应收账款	1,177.07	1,965.56	1,980.41	2,044.54	2,684.79
预付账款	86.91	128.10	149.52	150.07	215.26
存货	1,100.59	1,000.88	1,792.65	1,369.67	2,329.40
其他	1,570.89	887.58	1,250.78	1,237.21	1,144.90
<b>流动资产合计</b>	<b>4,636.76</b>	<b>5,465.61</b>	<b>7,110.47</b>	<b>6,869.05</b>	<b>8,196.39</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	540.36	555.69	712.89	900.71	1,100.90
在建工程	46.95	84.79	290.87	354.52	392.71
无形资产	135.11	137.33	132.17	127.00	121.84
其他	114.89	111.08	111.62	111.62	111.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>837.31</b>	<b>888.89</b>	<b>1,247.55</b>	<b>1,493.86</b>	<b>1,726.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,474.07</b>	<b>6,354.50</b>	<b>8,358.02</b>	<b>8,362.91</b>	<b>9,923.29</b>
短期借款	3.66	236.39	1,667.02	732.94	1,511.04
应付票据及应付账款	1,232.84	1,756.90	1,531.88	2,384.20	2,333.28
其他	1,420.92	1,301.04	1,700.06	1,363.51	1,708.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2,657.42</b>	<b>3,294.33</b>	<b>4,898.96</b>	<b>4,480.65</b>	<b>5,552.32</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	129.86	56.06	92.96	92.96	80.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>129.86</b>	<b>56.06</b>	<b>92.96</b>	<b>92.96</b>	<b>80.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,787.28</b>	<b>3,350.40</b>	<b>4,991.93</b>	<b>4,573.61</b>	<b>5,632.98</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	599.21	599.21	596.54	596.54	596.54
资本公积	1,145.26	1,142.95	1,142.95	1,142.95	1,142.95
留存收益	2,122.57	2,423.46	2,769.55	3,192.76	3,693.76
其他	(1,180.25)	(1,161.52)	(1,142.95)	(1,142.95)	(1,142.95)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,686.79</b>	<b>3,004.11</b>	<b>3,366.09</b>	<b>3,789.30</b>	<b>4,290.30</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,474.07</b>	<b>6,354.50</b>	<b>8,358.02</b>	<b>8,362.91</b>	<b>9,923.29</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	213.40	351.12	432.62	529.01	626.25
折旧摊销	61.06	64.91	41.88	53.69	66.78
财务费用	0.02	0.71	(17.70)	(18.75)	(16.95)
投资损失	(23.63)	(13.75)	(13.75)	(13.75)	(13.75)
营运资金变动	382.36	572.47	(980.82)	887.59	(1,291.40)
其它	(564.94)	(465.66)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>68.28</b>	<b>509.81</b>	<b>(537.77)</b>	<b>1,437.80</b>	<b>(629.06)</b>
资本支出	28.03	194.10	363.10	300.00	312.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(165.51)	(252.69)	(749.35)	(586.25)	(598.55)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(137.49)</b>	<b>(58.59)</b>	<b>(386.25)</b>	<b>(286.25)</b>	<b>(286.25)</b>
债权融资	3.81	236.56	1,667.13	733.08	1,511.18
股权融资	27.55	25.38	33.59	18.75	16.95
其他	(121.86)	(93.60)	(323.08)	(1,772.93)	(858.33)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(90.49)</b>	<b>168.34</b>	<b>1,377.64</b>	<b>(1,021.10)</b>	<b>669.80</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(159.70)</b>	<b>619.56</b>	<b>453.61</b>	<b>130.45</b>	<b>(245.52)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,045.64</b>	<b>3,579.14</b>	<b>4,304.68</b>	<b>5,168.89</b>	<b>6,073.47</b>
营业成本	2,435.41	2,728.92	3,278.77	3,899.77	4,561.16
营业税金及附加	22.39	28.87	34.72	41.70	48.99
销售费用	188.25	235.46	283.19	340.05	399.56
管理费用	158.51	123.47	206.90	248.44	291.91
研发费用	27.23	82.14	129.14	155.07	182.20
财务费用	(14.38)	(11.26)	(17.70)	(18.75)	(16.95)
资产/信用减值损失	(40.93)	(43.29)	(49.76)	(49.76)	(49.76)
公允价值变动收益	1.89	6.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.63	13.75	13.75	13.75	13.75
其他	17.22	55.71	(27.49)	(27.49)	(27.49)
<b>营业利润</b>	<b>226.43</b>	<b>358.96</b>	<b>453.17</b>	<b>566.13</b>	<b>670.10</b>
营业外收入	10.79	33.20	30.00	24.66	29.29
营业外支出	0.22	0.08	0.08	0.08	0.08
<b>利润总额</b>	<b>236.99</b>	<b>392.08</b>	<b>483.09</b>	<b>590.72</b>	<b>699.31</b>
所得税	23.59	40.96	50.47	61.71	73.06
<b>净利润</b>	<b>213.40</b>	<b>351.12</b>	<b>432.62</b>	<b>529.01</b>	<b>626.25</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>213.40</b>	<b>351.12</b>	<b>432.62</b>	<b>529.01</b>	<b>626.25</b>
每股收益(元)	0.36	1.03	0.73	0.89	1.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.58%	17.52%	20.27%	20.08%	17.50%
营业利润	-45.29%	58.53%	26.25%	24.93%	18.36%
归属于母公司净利润	-47.67%	64.54%	23.21%	22.28%	18.38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.04%	23.75%	23.83%	24.55%	24.90%
净利率	7.01%	9.81%	10.05%	10.23%	10.31%
ROE	7.94%	11.69%	12.85%	13.96%	14.60%
ROIC	12.03%	26.56%	41.58%	21.54%	35.78%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.92%	52.72%	59.73%	54.69%	56.77%
净负债率	-25.96%	-41.51%	-8.02%	-35.22%	-7.25%
流动比率	1.74	1.66	1.45	1.53	1.48
速动比率	1.33	1.36	1.09	1.23	1.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.82	2.28	2.18	2.57	2.57
存货周转率	3.09	3.41	3.08	3.27	3.28
总资产周转率	0.60	0.61	0.59	0.62	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	1.03	0.73	0.89	1.05
每股经营现金流	0.11	0.85	-0.90	2.41	-1.05
每股净资产	4.50	5.04	5.64	6.35	7.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.68	12.74	18.09	14.79	12.50
市净率	2.91	2.61	2.33	2.07	1.82
EV/EBITDA	15.74	5.60	14.11	9.44	9.30
EV/EBIT	18.87	6.29	15.47	10.36	10.25



### 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