


## 特种电机领先企业， 四代核电打开成长空间

 证券研究报告

### 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-04-18</b>
收盘价(元)	13.19
流通股本(亿股)	5.85
每股净资产(元)	5.04
总股本(亿股)	5.97

最近12月市场表现


**分析师** 余炜超

 SAC证书编号: S0160522080002  
shewc@ctsec.com

**分析师** 张一弛

 SAC证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

**联系人** 赵璐

zhaolu@ctsec.com

### 相关报告

### 核心观点

- ❖ **事件:** 4月12日, 公司发布2022年年报, 全年实现营收35.8亿元, 同比增长17.52%, 实现归母净利润3.51亿元, 同比增长64.54%, 业绩符合预期。
- ❖ **四季度业绩表现亮眼, 盈利水平显著提升:** 单四季度来看, 公司营收8.9亿元, 同比增长18.75%, 实现归母净利润1.1亿元, 同比大幅增长298%。盈利水平方面, 公司2022年毛利率约为23.75%, 同比提升3.71pct, 销售净利率9.81%, 同比提升2.8pct, 盈利水平显著提升。公司业绩同比实现较高增长, 主要系21年研发新品开始放量、原材料价格回落, 产品提档升级、行业更新替换需求以及降本奏效等多方面因素影响。
- ❖ **公司是特种电机创始厂、主导厂, 产品下游应用广泛:** 公司产品主要用于石油、石化、煤炭、煤化工、冶金、矿山、交通、环保、造纸、制药、污水处理、船舶、水利、电力、核能、航天、粮食等领域。**1) 防爆电机:** 公司有80余年生产电动机的历史, 是我国大中型、特种电机的创始厂和主导厂, 研制出了我国第一台防爆电机、第一台正压型防爆电机, 成功研制我国单机功率最大的TZYW/TAW10000-20正压外壳型/增安型无刷励磁同步电动机。**2) 起重冶金电机:** 此类电机主要用于冶金行业, 近年由于冶金行业环保搬迁, 产能置换项目增多, 其中冶金电机需求也有所增加, 公司在YZR系列电机、起重用防爆电机、辊道电机领域占据主导地位。**3) 屏蔽电机、电泵:** 公司1963年研制出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, 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, 多项产品达到国际先进水平, 填补国内空白。**4) 普通电机:** 普通中小型电动机应用领域广泛, 近年来, 受全球经济下行及原材料价格上涨影响, 配套主机厂、最终使用用户为了增加自身利润不断压低电动机价格, 扩大入围供应商范围, 公司在此类产品中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, 目前公司立式水泵用电动机市场需求量较大, 或成为公司新增长点, 公司大型普通电机产品地位处于行业上游水平。
- ❖ **在核级、非核级电机占据主导优势, 四代核电打开成长空间:** 公司在二代、三代、四代核电领域均有布局。**1) 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, 主要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率有主导优势。根据公司2022年5月公开投资者调研纪要, 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, 三代核电方面已承接中核、中广核“华龙一号”项目, 已完成中核“华龙一号”福清核电项目5、6号机组核电产品及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项目等。**2) 主氮风机:** 高温气冷堆是一种最新型的、具有固有安全特性的先进核反应堆, 为我国自主研发的第四代核电技术, 其示范工程也是我国“十一五”《国家中

期科学和技术发展规划纲要》中十六个重大专项之一。公司四代核电主氦风机是我国具有完全自主知识产权的具备第四代核能系统安全特性的高温气冷堆核心设备，被喻为高温气冷堆的“心脏”。根据公开投资者调研纪要，**公司系高温气冷堆核电项目主氦风机设备的总包单位**，负责主氦风机核心部件——驱动电机独立研发制造；负责变频器、电气贯穿件、电磁轴承等供货；负责风力部件、冷却器、挡板、电动装置等整体成套。2021年12月，石岛湾高温气冷堆和带你站示范工程实现首次并网发电。随着我国高温气冷堆技术愈发成熟，公司四代核电领域成长潜力可期。

- ❖ **关注同业竞争解决进程，期待公司在核电领域竞争力进一步增强：**2010年-2013年，公司在控股股东哈电集团的主导下进行了重大资产重组，上市公司的主营业务变更为电机生产与销售。在哈电集团控制的其他子企业中，哈尔滨电气动力装备有限公司（简称“哈动装”）也从事电机产品的生产制造，与公司部分业务重合。根据证券时报报道，为解决同业竞争问题，2011年，哈电集团出具了《避免同业竞争的承诺》，承诺将在该次重组完成后（该次重组于2013年1月8日完成）的三到五年内，依法行使股东权，召集相关的股东大会并提出提案，通过资产重组、股权并购、业务调整等符合法律法规、法定程序的方式进行解决，以避免潜在同业竞争。2020年12月，佳电股份公告称，公司拟以支付现金的方式收购哈尔滨电气持有的哈动装51%股权。但由于该解决方案涉及H股及A股两个资本市场，为兼顾两个市场的监管规则，合规运营，需要充分进行可行性分析与论证，因此进行了延期，该承诺履行期限由2021年1月8日延期至2021年7月8日。为避免同业竞争，哈电集团提出由哈动装控股股东哈电股份将哈动装全部业务和资产委托给公司管理，2021年11月公司签署《委托管理协议》委托期至2022年12月31日。2022年12月29日，公司根据实际需要，经与哈电股份友好协商，一致同意续签《委托管理协议》。根据公司公告，**哈动装主营业务包括核主泵、核电机、核主泵及电机材料、大中型同步电机、异步电机等。2022年上半年，实现营业收入47,027万元，净利润2,960万。**关注同业竞争解决进程，若公司收购哈动装部分股权，成功解决同业竞争问题，公司在核电领域核心竞争力将进一步提升，有望重塑公司估值。
- ❖ **推出股权激励计划，彰显长期发展信心：**2019年12月，公司推出股权激励计划，授予限制性股票数量980万股，占计划公告时公司股本总额的2%。授予对象除公司高层外，还包括中层管理人员55人，核心员工93人，合计不超过180人。业绩考核目标为，2020-2023年每年净资产收益率不低于10%，每年营业收入分别较前一年增长不低于7%，现金营运指数不低于0.4，且各项指标不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平。此次股权激励计划有利于充分调动核心骨干员工积极性，助力公司业绩稳定增长。

- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 40.96/46.06/51.63 亿元，归母净利润 4.25/5.47/6.51 亿元。对应 PE 分别为 18.49/14.38/12.08 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求及技术推进不及预期风险、原材料价格波动风险、四代核电推进不及预期风险、解决同业竞争问题不及预期风险

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3046	3579	4096	4606	5163
收入增长率(%)	28.58	17.52	14.45	12.44	12.10
归母净利润(百万元)	213	351	425	547	651
净利润增长率(%)	-47.67	64.54	21.17	28.61	19.04
EPS(元/股)	0.36	0.59	0.71	0.92	1.09
PE	34.19	15.28	18.49	14.38	12.08
ROE(%)	7.94	11.69	12.41	13.76	14.07
PB	2.72	1.78	2.29	1.98	1.70

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3045.64</b>	<b>3579.14</b>	<b>4096.40</b>	<b>4606.00</b>	<b>5163.11</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2435.41	2728.92	3070.11	3359.53	3712.10	营业收入增长率	28.6%	17.5%	14.5%	12.4%	12.1%
营业税费	22.39	28.87	32.80	36.47	41.16	营业利润增长率	-45.3%	58.5%	32.4%	28.5%	19.1%
销售费用	188.25	235.46	266.27	299.39	335.60	净利润增长率	-47.7%	64.5%	21.2%	28.6%	19.0%
管理费用	158.51	123.47	163.86	184.24	206.52	EBITDA 增长率	-43.9%	58.4%	50.0%	26.8%	19.2%
研发费用	27.23	82.14	81.93	87.51	92.94	EBIT 增长率	-51.9%	75.5%	53.4%	31.9%	21.0%
财务费用	-14.38	-11.26	51.50	77.59	101.90	NOPLAT 增长率	-51.1%	74.5%	53.3%	32.0%	20.9%
资产减值损失	-40.93	-43.29	0.49	0.74	0.60	投资资本增长率	5.1%	20.4%	16.7%	18.1%	17.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>1.89</b>	<b>6.42</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	5.1%	11.8%	14.2%	16.0%	16.4%
投资和汇兑收益	23.63	13.75	24.30	25.51	27.82	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>226.43</b>	<b>358.96</b>	<b>475.23</b>	<b>610.55</b>	<b>727.12</b>	毛利率	20.0%	23.8%	25.1%	27.1%	28.1%
加:营业外净收支	10.57	33.13	0.00	0.00	0.00	营业利润率	7.4%	10.0%	11.6%	13.3%	14.1%
<b>利润总额</b>	<b>236.99</b>	<b>392.08</b>	<b>475.23</b>	<b>610.55</b>	<b>727.12</b>	净利润率	7.0%	9.8%	10.4%	11.9%	12.6%
减:所得税	23.59	40.96	49.76	63.36	75.76	EBITDA/营业收入	8.1%	11.0%	14.4%	16.2%	17.2%
<b>净利润</b>	<b>213.40</b>	<b>351.12</b>	<b>425.47</b>	<b>547.20</b>	<b>651.35</b>	EBIT/营业收入	6.1%	9.1%	12.3%	14.4%	15.5%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	701.30	1483.50	1304.57	2065.44	2315.34	固定资产周转天数	65	57	50	44	39
交易性金融资产	701.89	708.30	708.30	708.30	708.30	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>154</b>	<b>94</b>	<b>142</b>	<b>116</b>	<b>139</b>
应收账款	767.83	944.42	1021.94	1173.89	1294.62	流动资产周转天数	556	557	512	564	539
应收票据	409.25	1021.14	329.46	1231.12	554.88	应收账款周转天数	83	86	86	86	86
预付账款	86.91	128.10	132.25	144.91	162.40	存货周转天数	146	139	147	144	144
存货	1100.59	1000.88	1509.84	1180.11	1794.37	总资产周转天数	604	595	573	578	584
其他流动资产	7.99	8.39	8.39	8.39	8.39	投资资本周转天数	322	330	337	354	372
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	7.9%	11.7%	12.4%	13.8%	14.1%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.9%	5.5%	6.4%	6.8%	7.5%
投资性房地产	59.12	56.40	74.74	92.86	107.58	ROIC	6.2%	9.0%	11.9%	13.3%	13.6%
固定资产	540.36	555.69	559.10	551.08	547.30	费用率					
在建工程	46.95	84.79	112.41	143.61	174.72	销售费用率	6.2%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
无形资产	135.11	137.33	143.19	145.09	148.36	管理费用率	5.2%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	-0.5%	-0.3%	1.3%	1.7%	2.0%
<b>资产总额</b>	<b>5474.07</b>	<b>6354.50</b>	<b>6688.99</b>	<b>8101.32</b>	<b>8654.66</b>	三费/营业收入	10.9%	9.7%	11.8%	12.2%	12.5%
短期债务	3.66	236.39	352.69	488.38	633.78	<b>偿债能力</b>					
应付账款	964.39	1097.73	1326.56	1274.15	1607.27	资产负债率	50.9%	52.7%	48.7%	50.9%	46.5%
应付票据	268.46	659.17	45.09	804.53	159.01	权益权益比	103.7%	111.5%	95.0%	103.7%	87.0%
其他流动负债	894.42	831.75	831.75	831.75	831.75	流动比率	1.74	1.66	1.79	1.75	1.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.29	1.31	1.28	1.42	1.42
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	46134.72	458.77	8.52	7.87	7.13
<b>负债总额</b>	<b>2787.28</b>	<b>3350.40</b>	<b>3259.42</b>	<b>4124.55</b>	<b>4026.54</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.08	0.12	0.00	0.00	0.00
股本	599.21	596.54	596.54	596.54	596.54	分红比率					
留存收益	977.31	1280.50	1705.97	2253.17	2904.52	股息收益率	0.7%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2686.79</b>	<b>3004.11</b>	<b>3429.57</b>	<b>3976.77</b>	<b>4628.12</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.36	0.59	0.71	0.92	1.09
净利润	213.40	351.12	425.47	547.20	651.35	BVPS(元)	4.48	5.04	5.75	6.67	7.76
加:折旧和摊销	61.06	64.91	86.21	84.01	88.57	PE(X)	34.2	15.3	18.5	14.4	12.1
资产减值准备	44.14	68.05	-0.49	-0.74	-0.60	PB(X)	2.7	1.8	2.3	2.0	1.7
公允价值变动损失	-1.89	-6.42	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.02	0.71	58.92	84.12	112.23	P/S	2.4	1.5	1.9	1.7	1.5
投资收益	-23.63	-13.75	-24.30	-25.51	-27.82	EV/EBITDA	26.7	10.5	11.8	8.4	7.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-224.74	41.04	-665.38	121.24	-501.50	PEG	—	0.2	0.9	0.5	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>68.28</b>	<b>509.81</b>	<b>-119.58</b>	<b>810.31</b>	<b>322.24</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-137.49</b>	<b>-58.59</b>	<b>-116.73</b>	<b>-101.02</b>	<b>-105.52</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-90.49</b>	<b>168.34</b>	<b>57.38</b>	<b>51.58</b>	<b>33.18</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。