

业绩超预期，上调至“买入”

投资要点

- **业绩总结：**公司 2019Q1 实现营收 5.4 亿元，同比增长 52%，归属于上市公司股东的净利润 0.97 亿元，同比增长 87%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.94 亿元，同比增长 150%。业绩表现靓丽，超出市场预期。
- **销量增长，市占率提升，盈利能力持续回升。**需求持续向好，市占率提升，产品销量增长带动营收同比增速高达 52%。2019Q1 公司整体毛利率 32.81%，相比去年同期下降 0.14pp，保持较高水平。销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 7.97%、5.60%、-0.13%，同比变化-5.38pp、-2.36pp、+0.03pp。其中，2019Q1 销售费用绝对金额为 0.43 亿元，相比去年同期的 0.47 亿元，下降 9.17%，或意味着公司订单状况较好，致使销售规模增加的同时，销售费用绝对金额不增反降。
- **国企改革及四代核电优质标的。**大股东承诺 2021 年 1 月之前解决同业竞争问题，鉴于构成同业竞争的哈尔滨电气动力装备有限公司为哈尔滨电气（1133.HK）旗下全资子公司，解决程序相对复杂。大股东当前正推进哈尔滨电气（1133.HK）私有化进程，有助于同业竞争问题解决。2019 年 4 月 1 日，中国核能行业协会理事长余剑锋在中国核能可持续发展论坛上介绍，在四代核电创新领域，中国加快实施高温气冷堆国家科技重大专项，高温气冷堆示范工程已经进入安装调试的最后阶段，2020 年上半年将建成投产。公司子公司佳木斯电机股份有限公司系高温气冷堆核电站主驱风机设备的总包单位，负责主驱风机核心部件——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。2019 年 4 月 16 日，佳电公司总包的两台套主驱风机经现场验收合格全部移交。
- **盈利预测与投资建议。**需求复苏，格局向好，业绩持续超预期，上调公司 2019-2021 年归母净利润分别至 5.15/6.31/7.72 亿元（原为 4.11/4.74/5.43 亿元），对应 EPS 分别为 1.05/1.29/1.58 元，对应 PE 估值分别为 11 倍、9 倍、8 倍，上调至“买入”评级，给予 6 个月目标 PE 18 倍，对应股价 18.91 元。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；公司盈利能力不及预期风险。

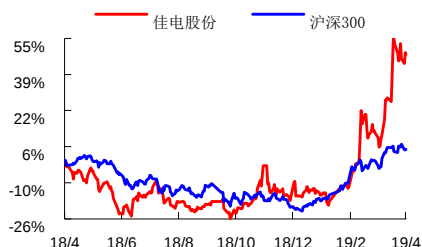
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1948.04	2420.04	3009.97	3747.51
增长率	22.66%	24.23%	24.38%	24.50%
归属母公司净利润（百万元）	278.69	514.56	630.79	772.47
增长率	131.27%	84.63%	22.59%	22.46%
每股收益 EPS（元）	0.57	1.05	1.29	1.58
净资产收益率 ROE	15.21%	22.83%	23.26%	23.58%
PE	21	11	9	8
PB	3.17	2.58	2.14	1.77

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁美美
 执业证号：S1250518100003
 电话：021-58351937
 邮箱：lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.90
流通 A 股(亿股)	4.85
52 周内股价区间(元)	5.88-13.48
总市值(亿元)	57.81
总资产(亿元)	33.23
每股净资产(元)	3.94

相关研究

1. 佳电股份(000922)：需求向好，市占率提升，Q1 业绩靓丽 (2019-04-09)
2. 佳电股份(000922)：业绩表现靓丽，盈利能力提升 (2019-04-01)

表 1：公司单季度营收情况

营收（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	23	1,345	771	812
2013	481	724	666	803
2014	547	673	578	255
2015	291	464	368	382
2016	264	292	328	381
2017	222	415	382	569
2018	355	527	482	584
2019	540			

数据来源：wind，西南证券整理

表 2：公司单季度净利润情况

净利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	-25	133	49	34
2013	30	43	21	-83
2014	39	62	41	-175
2015	-27	-23	-113	-85
2016	-30	-201	-44	-162
2017	-7	13	47	68
2018	52	99	107	20
2019	97			

数据来源：wind，西南证券整理

表 3：公司单季度扣非净利润情况

扣非利润（百万元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2012	-29	5	48	30
2013	30	43	20	-89
2014	37	61	40	-186
2015	-30	-32	-125	-102
2016	-33	-204	-46	-175
2017	-26	-8	36	70
2018	37	98	71	126
2019	94			

数据来源：wind，西南证券整理

盈利预测与估值

关键假设：

1) 公司电动机业务随着下游需求回升，预计仍将保持较快增长，假设 2019-2021 年电动机业务销量增速保持 25%不变，价格保持稳定，毛利率保持 37%不变。

2) 假设 2019-2021 年其他业务销量增速保持 0%不变，价格保持稳定，毛利率保持 40%不变。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：公司分业务收入和毛利

单位：亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
电动机业务	收入	15.30	18.90	23.62	29.53	36.91
	同比	26.45%	23.53%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本	10.80	11.80	14.88	18.60	23.26
	毛利	4.50	7.10	8.74	10.93	13.66
	毛利率	29.50%	37.60%	37.00%	37.00%	37.00%
其他业务	收入	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
	同比	20.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.40	0.30	0.36	0.36	0.36
	毛利	0.10	0.30	0.24	0.24	0.24
	毛利率	21.99%	51.42%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	15.90	19.50	24.22	30.13	37.51
	同比	26.19%	22.64%	24.23%	24.38%	24.50%
	成本	11.20	12.10	15.24	18.96	23.62
	毛利	4.60	7.40	8.98	11.17	13.90
	毛利率	28.93%	37.95%	37.07%	37.06%	37.05%

数据来源：wind，西南证券

上调公司 2019-2021 年归母净利润分别至 5.15/6.31/7.72 亿元（原为 4.11/4.74/5.43 亿元），对应 EPS 分别为 1.05/1.29/1.58 元，对应 PE 估值分别为 11 倍、9 倍、8 倍，上调至“买入”评级，给予 6 个月目标 PE 18 倍，对应股价 18.91 元。

表 5：可比公司估值情况（截止 2019 年 04 月 24 日收盘）

证券代码	证券简称	EPS（元）			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600835	上海机电	1.24	1.37	1.56	15	13	12
603298	杭叉集团	0.88	1.07	1.23	17	14	12
002353	杰瑞股份	0.64	0.94	1.25	40	27	21
603337	杰克股份	1.48	1.94	2.48	26	20	15
平均值					24	19	15
000922	佳电股份	0.57	1.05	1.29	21	11	9

数据来源：wind，西南证券整理

风险提示

1) 下游需求不及预期风险。石油石化等领域资本开支近两年有所增加，带动电机需求回升，但存在固定资产投资增长不及预期，下游需求复苏不及预期风险。

2) 公司盈利能力不及预期风险。公司盈利能力受下游需求及上游原材料波动影响，或存在原材料价格大幅波动，致使公司盈利能力不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1948.04	2420.04	3009.97	3747.51	净利润	278.69	514.56	630.79	772.47
营业成本	1207.12	1522.83	1894.49	2359.13	折旧与摊销	53.27	107.53	111.17	115.36
营业税金及附加	26.63	32.70	40.83	50.76	财务费用	-2.52	-1.72	-2.41	-3.11
销售费用	195.80	229.90	285.95	356.01	资产减值损失	29.18	20.00	20.00	20.00
管理费用	131.89	152.46	189.63	236.09	经营营运资本变动	-414.92	-310.39	-340.93	-356.49
财务费用	-2.52	-1.72	-2.41	-3.11	其他	218.01	49.67	-55.61	-47.14
资产减值损失	29.18	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	161.70	379.65	363.01	501.09
投资收益	62.65	20.00	20.00	20.00	资本支出	85.95	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-202.96	21.34	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-117.01	-28.66	-30.00	-30.00
营业利润	434.51	483.87	601.49	748.62	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-147.56	50.00	50.00	50.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	286.95	533.87	651.49	798.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.26	19.31	20.70	26.15	支付股利	0.00	-97.54	-180.09	-220.78
净利润	278.69	514.56	630.79	772.47	其他	0.00	1.72	2.41	3.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	0.00	-95.82	-177.68	-217.67
归属母公司股东净利润	278.69	514.56	630.79	772.47	现金流量净额	44.69	255.16	155.33	253.42
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	366.64	621.80	777.13	1030.55	成长能力				
应收和预付款项	1164.41	1580.62	1945.49	2384.55	销售收入增长率	22.66%	24.23%	24.38%	24.50%
存货	594.49	658.32	857.30	1092.52	营业利润增长率	345.94%	11.36%	24.31%	24.46%
其他流动资产	464.05	486.16	642.11	783.91	净利润增长率	131.27%	84.63%	22.59%	22.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	216.15%	21.52%	20.45%	21.21%
投资性房地产	1.34	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	468.43	427.24	382.41	333.39	毛利率	38.03%	37.07%	37.06%	37.05%
无形资产和开发支出	103.01	86.67	70.33	54.00	三费率	16.69%	15.73%	15.72%	15.72%
其他非流动资产	71.02	71.02	71.02	71.02	净利率	14.31%	21.26%	20.96%	20.61%
资产总计	3233.39	3931.83	4745.80	5749.94	ROE	15.21%	22.83%	23.26%	23.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.62%	13.03%	13.19%	13.27%
应付和预收款项	1013.25	1248.60	1560.75	1944.96	ROIC	29.66%	27.44%	29.35%	30.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.91%	24.37%	23.60%	22.97%
其他负债	387.36	433.45	484.57	552.81	营运能力				
负债合计	1400.62	1682.04	2045.32	2497.76	总资产周转率	0.65	0.67	0.69	0.71
股本	489.89	489.89	489.89	489.89	固定资产周转率	4.16	5.74	8.21	11.94
资本公积	1195.81	1195.81	1195.81	1195.81	应收账款周转率	3.04	2.89	2.66	2.75
留存收益	147.06	564.08	1014.77	1566.47	存货周转率	2.11	2.27	2.26	2.26
归属母公司股东权益	1832.77	2249.78	2700.48	3252.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	43.97%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1832.77	2249.78	2700.48	3252.18	资产负债率	43.32%	42.92%	43.31%	43.74%
负债和股东权益合计	3233.39	3931.83	4745.80	5749.94	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.18	2.27	2.29	2.30
					速动比率	1.68	1.83	1.83	1.83
					股利支付率	0.00%	18.96%	28.55%	28.58%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	485.26	589.68	710.25	860.87	每股收益	0.57	1.05	1.29	1.58
PE	20.85	11.29	9.21	7.52	每股净资产	3.74	4.60	5.54	6.69
PB	3.17	2.58	2.14	1.77	每股经营现金	0.33	0.77	0.74	1.02
PS	2.98	2.40	1.93	1.55	每股股利	0.00	0.20	0.37	0.45
EV/EBITDA	11.06	8.69	7.00	5.49					
股息率	0.00%	1.68%	3.10%	3.80%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn