

佳电股份 (000922.SZ)

买入

2022 年报&2023 一季报点评：特种电机隐形冠军，受益电机能效升级及四代核电发展

核心观点

2022 年经营稳中向好，23Q1 收入提速。公司 2022 年实现营收 35.79 亿元，同比增长 17.52%；归母净利润 3.51 亿元，同比增长 64.54%。**2023Q1 实现营收 10.01 亿元，同比增长 25.98%，归母净利润 0.99 亿元，同比增长 30.94%。**

公司系国内特种电机领先企业，电机市场空间超 1500 亿元。公司系国内特种电机领先企业，产品包括防爆电机、普通电机、核用电机、起重冶金电机、主氨风机等，主要应用于石化、煤炭、煤化工、冶金、核电等领域。综合考虑新增和存量更新需求，我们保守预计中国电机行业空间超 1500 亿元，保持稳健增长；从竞争格局看，电机市场竞争较为充分，大中型电机市场集中度较高，中小型电机市场集中度较低，外资品牌以西门子/ABB 为代表，国内卧龙电驱和佳电股份处于领先地位。

高效节能成为电机行业发展共识，能效升级推动龙头份额提升。从需求侧看，国家“双碳”目标推进下游行业大力减排，高效电机节能效果显著，已成为行业发展共识；**从供给侧看**，国内多次更新强制性国家标准《电动机能效限定值及能效等级》，提高最低电机能效标准，且工信部政策文件提出 2023 年高效节能电机年产量达到 1.7 亿千瓦，2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上，据此测算节能电机行业 2023-2025 年有望保持 20%以上的增长。受益于能效升级趋势，佳电股份/南阳防爆近 5 年收入 CAGR 达 18%/13%+增长，行业龙头企业增速远高于电机行业增速。

三代核电批量化建设趋势形成，四代主氨风机打开公司成长空间。三代核电方面，我国三代核电已形成批量化建设趋势，公司在二代核电市占率超 80%，三代核电领域已实现了多系统电机的国产化，未来并购哈动装落地将强强联合，充分受益核电批量化建设。**四代核电方面**，高温气冷堆因其有更高安全性、可用于制氢等优势发展最为快速，公司作为主氨风机核心供应商，已中标 10 台主氨风机，未来有望打开公司成长空间。

盈利预测与估值：公司作为特种电机隐形冠军，充分受益电机能效升级趋势带来的份额提升，三代/四代核电业务打开更大成长空间。不考虑哈动装资产注入，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.42/5.62/6.87 亿元，对应 PE 17/14/11 倍，一年期合理估值为 14.80-18.50 元（对应 23 年 PE 20-25x），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；四代高温气冷堆进展不及预期，原材料价格波动风险，解决同业竞争问题不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,046	3,579	4,340	5,193	6,075
(+/-%)	28.6%	17.5%	21.3%	19.6%	17.0%
净利润(百万元)	213	351	442	562	687
(+/-%)	-47.7%	64.5%	25.9%	27.2%	22.2%
每股收益(元)	0.36	0.59	0.74	0.94	1.15
EBIT Margin	7.0%	10.6%	11.4%	11.8%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	11.7%	13.2%	15.0%	16.0%
市盈率 (PE)	35.7	21.6	17.1	13.5	11.0
EV/EBITDA	37.8	24.5	20.2	17.4	15.4
市净率 (PB)	2.83	2.52	2.26	2.02	1.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电机 II

证券分析师：吴双

联系人：年亚颂

0755-81981362

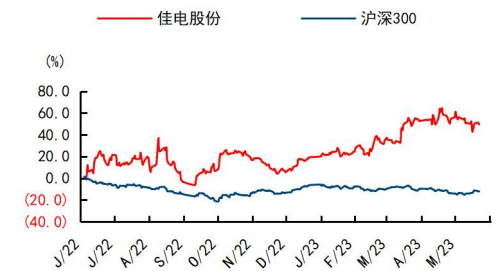
0755-81981159

wushuang2@guosen.com.cn nianyasong@guosen.com.cn
S0980519120001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	14.80 - 18.50 元
收盘价	12.57 元
总市值/流通市值	7499/7354 百万元
52 周最高价/最低价	14.15/7.88 元
近 3 个月日均成交额	148.54 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

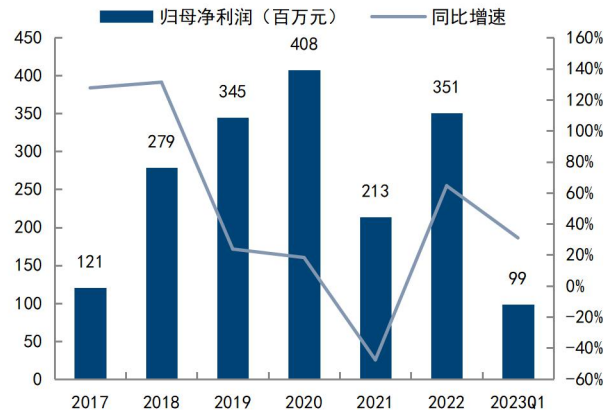
相关研究报告

图1: 佳电股份 2022 营收同比+17.52%



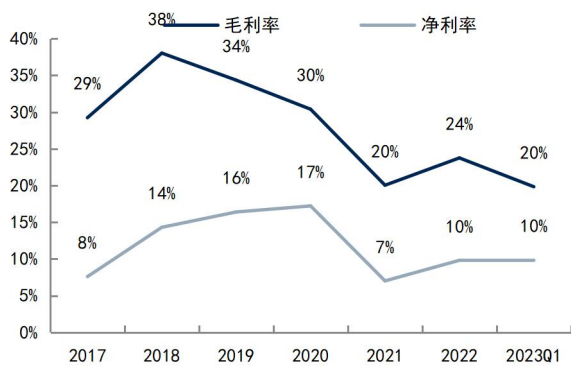
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 佳电股份 2022 归母净利润同比+64.54%



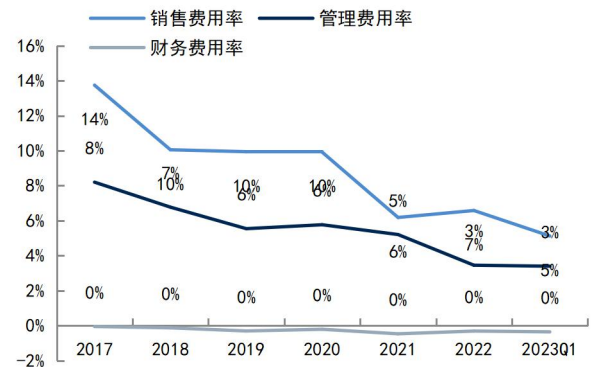
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 佳电股份盈利能力略有上升



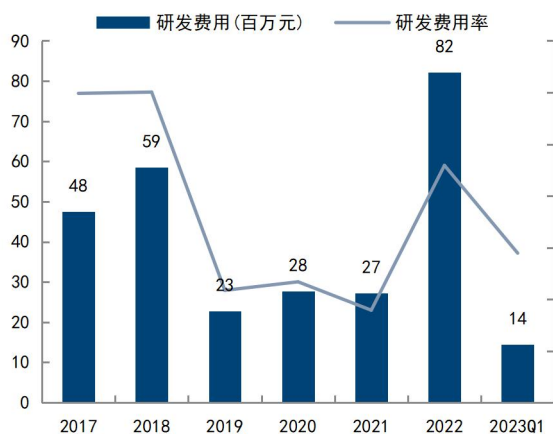
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 佳电股份期间费用率有所下降



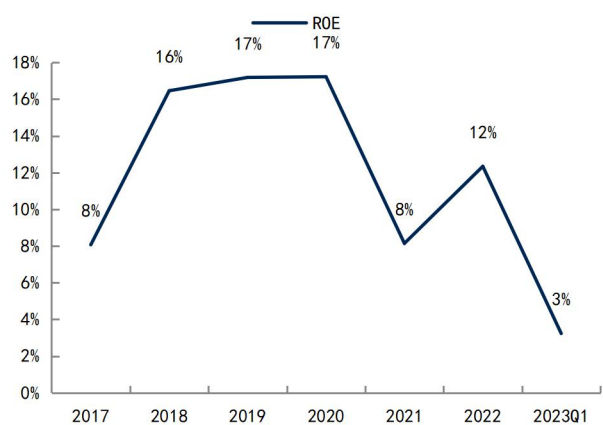
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 佳电股份研发费用维持高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 佳电股份 2022 年 ROE 有所下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

特种电机隐形冠军，受益电机能效升级及四代核电发展

国内特种电机龙头，电机研发历史悠久

公司是我国特种电机龙头企业。主要产品包括防爆电机、普通电机、核用电机、起重冶金电机、屏蔽电机等，主要应用于石油、石化、煤炭、煤化工、冶金、矿山等等多个领域，公司各个产品均达到国内领先水平，其中公司屏蔽电机、电泵、1E级K1类电动机达到国际先进水平，公司主氨风机产品取得了国内“重点领域首台套创新产品”认证。

表1: 佳电股份主要产品

产品	市场地位	示意图
防爆电机	<p>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。YBX3 系列、YBX4 系列、YBX5 系列及其派生隔爆型高效三相异步电动机，处于行业领先水平。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。</p>	 <p>YBF 系列风机用高压隔爆型三相异步电动机 (H355~H1000)</p>
起重冶金电机	<p>起重冶金电机主要应用冶金行业，由于近年来冶金行业环保搬迁，产能置换项目增多，起重冶金电机需求量增加，其中 YZ 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。</p>	 <p>YGP 系列辊道用变频调速三相异步电动机 (机座号 112~450)</p>
屏蔽电机、电泵	<p>公司 1963 年研制成功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。其中公司自主研发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，填补国内空白。</p>	 <p>PGL 系列立式高温高压屏蔽电泵</p>
核用电机	<p>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。近年来，公司在核电领域首次全部实现了 RRA、ASG、RCV 等系统配套电机的国产化，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。</p>	 <p>HY80-355 系列安全级 K3 类 380V 核电厂用电动机</p>

普通电机

从电动机的能效等级和同中心高容量上比较，公司产品已达到国内领先水平，尤其是 YE5 系列电机能效是目前电机行业中的最高能效等级，产品各项技术指标达到了国际先进水平。普通中小型电动机应用领域广泛，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，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，目前公司立式水泵用电动机市场需求量很大，将成为公司新的增长点，产品地位处于行业上游水平。



YRKK 系列高压绕线性三相异步电动机（H355~H1000）

资料来源：公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

公司电机研发历史超过 80 年。公司前身 1937 年成立于沈阳，1953 年改名为佳木斯电厂，成功研制出我国第一台防爆电机，并于第一个五年计划开始我国防爆电机的大规模生产，1998 年加入哈电集团，2000 年公司改制成股份有限公司，佳木斯电机股份有限公司正式成立，2012 年公司成功借壳上市，2017 年证监会向佳电股份下发了市场禁入决定书和行政处罚书，主要原因：公司通过少结转主营业务成本、少计销售费用等方式虚增 2013、2014 年利润，2015 年再将前期调节的利润进行消化。2017 年公司进入了持续发展轨道，踏上高质量发展新征程。

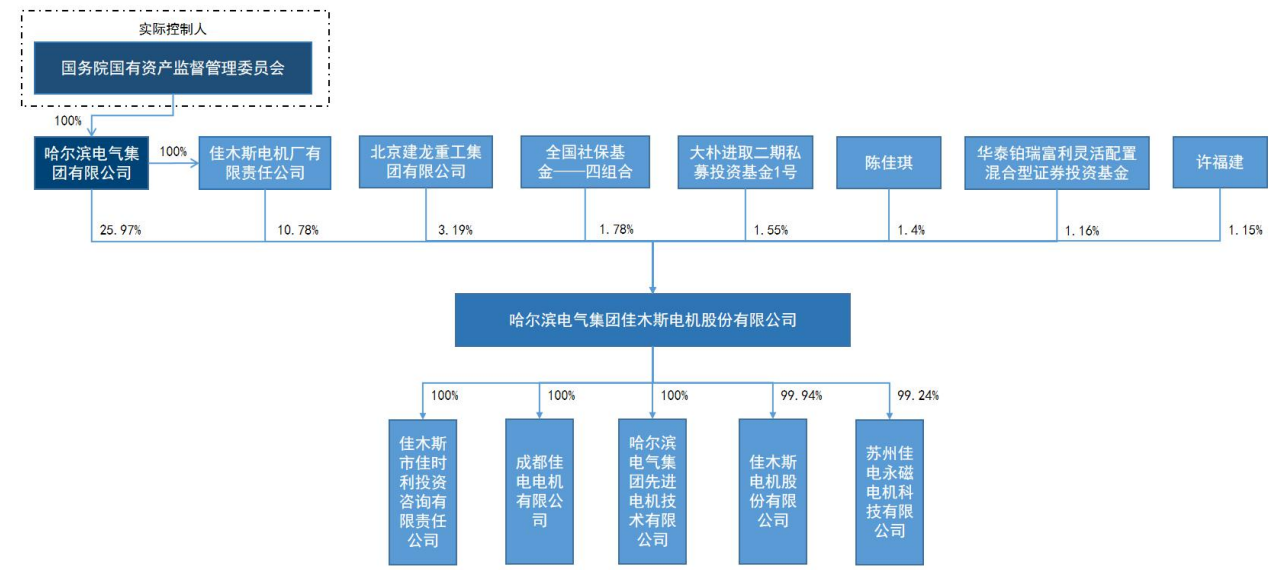
图7：佳电股份发展历程



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会，股权结构相对稳定。截止 2023 年 5 月 24 日，哈电集团直接持有公司 25.97% 股份，通过全资控股子公司佳木斯电机厂有限责任公司间接持有公司 10.78% 股份，合计持有公司 36.75% 股份，为公司最大股东。自 2012 年上市以来，哈电集团、佳木斯电机厂与北京建龙重工一直为公司持股前三大股东，股权结构长期保持稳定。

图8: 佳电股份股权结构图



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司于2019年推出股权激励计划。授予的限制性股票数量为980万股,占计划公告时公司总股本的2%,激励对象不超过180人,其中中层管理人员55人,核心员工93人。股权激励有助于公司进一步建立、健全长效激励机制,吸引和留住优秀人才,充分调动核心骨干员工的积极性,有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起,同时对公司未来的业绩增长有一定的促进作用。

表2: 佳电股份股权激励计划

解除限售期	考核目标
一期	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。
二期	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。
三期	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。
四期	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: 佳电股份年报, 国信证券经济研究所整理

发展高效节能电机成为行业共识, 竞争格局持续优化

我国电机市场空间超1500亿元。从电机功率方面看,根据《电机能效提升计划(2013—2015年)》,2011年我国电机保有量约17亿千瓦,根据《电机更新改造和回收利用实施指南(2023年版)》,2021年底我国电机保有量约30亿千瓦,平均测算可得2011—2021年年均新增电机量约1.3亿千瓦,另考虑工业电机寿命通常在5—10年,假设平均寿命8年,每年更新存量电机的1/8,则每年更新电机量约3.75亿千瓦,更新及新增合计需求约5.05亿千瓦。从电机每千瓦均价看,2022年佳电股份/卧龙电驱电机均价分别约317/291元/千瓦,若假设市场电机平

均单价为 300 元/千瓦，则每年电机市场空间超 1500 亿元。

碳中和、碳达峰背景下，发展高效节能电机成为我国电机行业发展趋势。国内多次提高电机能效标准，2020 年发布的强制性国家标准《电动机能效限定值及能效等级》（GB18613-2020）将我国的最低能效标准 IE2 提升至 IE3 水平，约束电机制造商生产高于 IE3 等级的电机，进一步推动了高效电机的生产和市场占有率的提升。同时，要求销售的电机要加贴最新的能效标识。《电机能效提升计划（2021-2023 年）》提出，到 2023 年高效节能电机年产量达到 1.7 亿千瓦，在役高效节能电机占比达到 20%以上。2022 年发布的《工业能效提升行动计划》中规划 2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上。

表3：电机行业相关政策

政策	时间	主要内容
《GB18613-2020 电动机能效限定及能效等级》	2020.5	国际标准 IE5、IE4、IE3 分别对应我国一级、二级、三级能效， IE3 以下的能效电机将被强制停产
《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》	2021.1	重点发展小型化、集成化、高精度、 高效节能微特电机
《2030 年前碳达峰行动方案》	2021.10	以电机、风机、泵、压缩机、变压器、换热器、工业锅炉等设备为重点， 全面提升能效标准。
《电机能效提升计划（2021-2023 年）》	2021.11	到 2023 年， 高效节能电机年产量达到 1.7 亿千瓦，在役高效节能电机占比达到 20%以上 ，实现年节电量 490 亿千瓦时，相当于年节约标准煤 1500 万吨，减排二氧化碳 2800 万吨。
《工业能效提升行动计划》	2022.6	鼓励电机生产企业开展性能优化、铁芯高效化、机壳轻量化等系统化创新设计，加快高性能电磁线、稀土永磁、高磁感低损耗冷轧硅钢片等关键材料创新升级。 推行电机节能认证，推进电机高效再制造。2025 年新增高效节能电机占比达到 70%以上。
《工业领域碳达峰实施方案》	2022.8	实施变压器、电机等能效提升计划，重点推广稀土永磁无铁芯电机等新型节能设备。
《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》	2022.8	发展高功率密度永磁电机、同步磁阻电机、智能电机、超高效异步电机等产品。 推动完善废旧电机回收利用体系，鼓励企业开展电机再制造，促进再制造电机产品应用。
《关于统筹节能降碳和回收利用加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	2023	与 2021 年相比，工业锅炉、电站锅炉平均运行热效率分别提高 5/0.5 个 pct， 在运高效节能电机、在运高效节能电力变压器占比分别提高超过 5/10 个 pct ，鼓励更新改造后达到能效节能水平（能效 2 级）并力争达到能效先进水平（能效 1 级）。

资料来源：工信部，政府官网，国信证券经济研究所整理

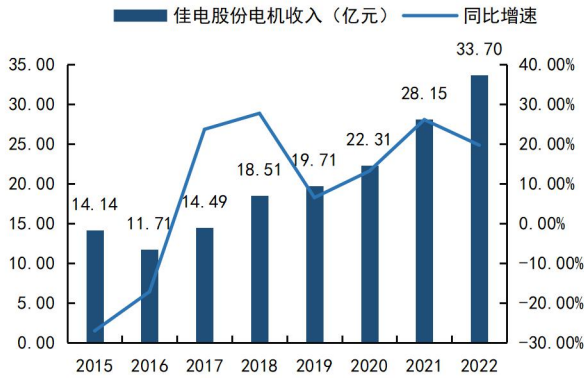
表4：电机能效标识国标变化

IEC60034-01 国际标准	GB18613-2020 (2020 版标准)	GB18613-2012 (2012 版标准)	GB18613-2006 (2006 版标准)
IE5	能效一级		
IE4	能效二级	能效一级	
IE3	能效三级	能效二级	能效一级
IE2		能效三级	能效二级
IE1			能效三级

资料来源：国家标准化委员会，国信证券经济研究所整理

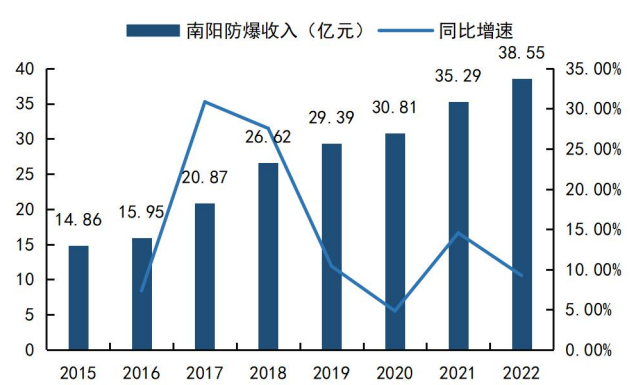
电机能效升级推动行业格局优化，高效电机领先企业份额持续提升。由于高效节能电机制造难度大、标准更高，随着高效节能电机成为行业趋势，行业进入壁垒强化，行业集中度持续提升。2017-2022 年高压电机市场规模 CAGR 为 7.99%，佳电股份电机（主要为高压电机）营收 CAGR 为 18.39%，南阳防爆的收入 CAGR 为 13.06%，均高于高压电机行业 CAGR。

图9: 佳电股份电机收入



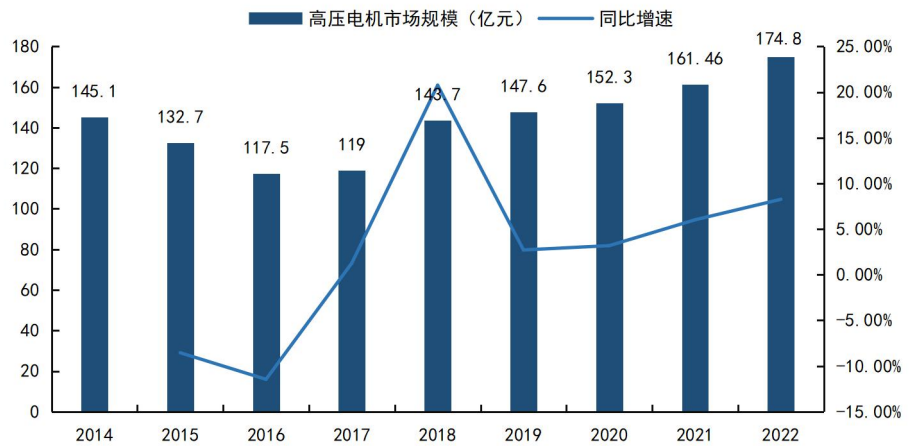
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 南阳防爆收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 高压电机市场规模

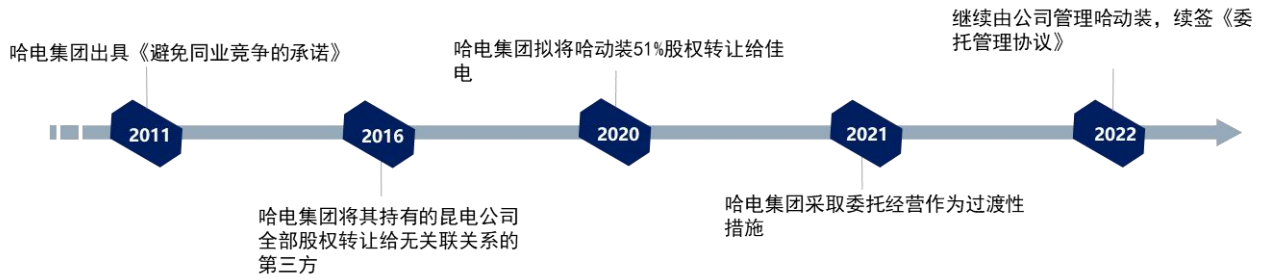


资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

承接哈动装 51%股权, 有望解决同业竞争

推动解决同业竞争问题, 公司竞争力有望提升。根据公司公告, 为了解决佳电股份、昆电公司与哈动装之间的同业竞争问题, 哈电集团 2011 年出具了《避免同业竞争的承诺》; 2016 年 9 月将其持有的昆电公司全部股权转让给无关联关系的第三方; 2020 年拟将哈尔滨电气股份有限公司持有的哈动装 51%股权转让给佳电股份; 2021 年哈电集团进行阶段性整改, 提出采用“委托经营”的方式作为过渡性措施, 委托佳电股份管理哈动装, 并签署《委托管理协议》; 2022 年哈电集团与公司同意续签《委托管理协议》, 继续由公司管理哈动装的全部业务和资产。目前哈电集团正全力推进股权收购工作。

图12: 同业竞争解决进展



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

受益三代核电批量化建设， 二代主氦风机打开公司成长空间

公司具备主氦风机生产能力，首批主氦风机已实现交付且并网运行。公司研发的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，是高温气冷堆的“心脏”。佳电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。2018年，世界首台套主氦风机设备顺利通过出厂试验，首台套已交付业主石岛湾核电站；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，国内首座高温气冷堆核电站成功并网发电，主氦风机正式投入商业运行，标志着公司主氦风机研制工作圆满完成。

公司已中标主氦风机设备10台套。根据中核集团电子采购平台信息，公司已经中标主氦风机设备10台套，分别为XX绿能项目主氦风机设备4台套（第III标段）、XX绿能项目主氦风机设备2台套（第II标段）、江苏绿能项目一期工程主氦风机设备4台套（第II标段）。

表5：主氦风机招标情况

项目名称	标段	中标公司	标段内容
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	主氦风机第I标段	上海电气	江苏绿能项目一期工程主氦风机设备（含电气贯穿件、不含电机冷却器）2台套
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	主氦风机第II标段	佳电股份	XX绿能项目主氦风机设备（含电气贯穿件、不含电机冷却器）4台套
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	主氦风机第III标段	佳电股份	XX绿能项目主氦风机设备（含电气贯穿件、不含电机冷却器）2台套、江苏绿能项目一期工程主氦风机设备（含电气贯穿件、不含电机冷却器）4台套

资料来源：中核集团电子采购平台，国信证券经济研究所整理

二代核电市占率80%+并购哈动装，公司有望充分受益三代核电批量化建设。从公司现有核电业务方面，公司是国内首家取得核级电机设计、制造许可证的企业，在核电领域首次全部实现了多系统配套电机的国产化，在核电领域占据主导地位。公司为我国2代核电项目配套了八千余台核用电动机，占有率在80%以上，在三代核电技术方面，公司已承接了中核、中广核的“华龙一号”项目，现已完成了中核“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。并购哈动装方面，哈动装是国内核电主泵电机龙

头，承担三代核电 AP1000 主泵电机的技术吸收创新，公司收购哈动装后有望进一步提单台核电可获得价值量。结合公司目前核电业务市占率以及未来并购哈动装，考虑到国内三代核电已形成批量化建设趋势，未来每年形成 8-10 台新批机组建设，公司有望充分受益。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

防爆电机：公司是国内防爆电机龙头，2020-2022年公司防爆电机收入分别为10.89/14.54/17.48亿元，同比增长2.37%/33.49%/20.00%。防爆电机主要用于石化、煤炭、冶金以及核电行业。考虑宏观经济持续复苏，碳中和、碳达峰推动传统能源向低碳转型，石油石化、煤炭、冶金行业安全意识持续上升，预计防爆电机需求有所上升。同时，我国三代核电批量化建设趋势已形成，2019-2022年审批机组分为别为4/4/5/10，公司是核电领域电机龙头，预计充分受益。此外，目前我国四代高温气冷堆技术全球领先，公司系主氦风机核心供应商，随着四代核电推进，有望打开进一步成长空间。预期公司2023-2025年公司防爆电机收入21.85/26.87/32.25亿元，同比增长25.00%/23.00%/20.00%；毛利率方面，考虑原材料逐步下降、公司规模效应，预期2023-2025公司防爆电机业务毛利率分别为27.50%/28.00%/28.50%。

普通电机：普通中小型电动机应用领域广泛，主要受到宏观经济影响，大型普通电动机主要应用于电力、水利行业。竞争格局方面，普通电机竞争格局相较防爆电机更为激烈，公司普通电机产品地位处于行业上游水平，考虑宏观经济整体呈现复苏态势，同时高效节能趋势有望优化竞争格局，预期公司2023-2025年公司普通电机收入19.46/22.96/26.41亿元，同比增长20.00%/18.00%/15.00%；毛利率方面，考虑原材料逐步下降，以及公司规模效应，预期2023-2025公司普通电机业务毛利率分别为16.50%/17.00%/17.50%。

综上所述，不考虑哈动装资产注入，预计公司2023-2025年营收43.40/51.93/60.75亿元，同比增长21.27%/19.65%/16.98%，毛利率分别为23.90%/24.23%/24.63%，毛利10.37/12.58/14.97亿元。

表6：佳电股份业绩拆分

报告期（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
防爆电机							
收入	10.64	10.89	14.54	17.48	21.85	26.87	32.25
增速	0.82%	2.37%	33.49%	20.00%	25.00%	23.00%	20.00%
成本	6.49	7.09	9.94	12.77	15.84	19.35	23.06
毛利	4.15	3.81	4.60	4.71	6.01	7.52	9.19
毛利率(%)	38.98%	34.95%	31.64%	26.96%	27.50%	28.00%	28.50%
普通电机							
收入	9.07	11.42	13.61	16.22	19.46	22.96	26.41
增速	14.03%	25.92%	19.16%	19.19%	20.00%	18.00%	15.00%
成本	6.63	8.78	12.99	13.59	16.25	19.06	21.79
毛利	2.44	2.64	0.61	2.63	3.21	3.90	4.62
毛利率(%)	26.92%	23.09%	4.51%	16.19%	16.50%	17.00%	17.50%
配件维修							
收入	0.73	0.68	1.30	1.10	1.10	1.10	1.10
增速	99.70%	-6.73%	91.65%	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.42	0.38	1.14	0.59	0.59	0.59	0.59
毛利	0.31	0.30	0.16	0.51	0.50	0.50	0.50
毛利率(%)	42.15%	44.26%	12.02%	46.19%	46.00%	46.00%	46.00%
其他							
收入	0.60	0.70	1.01	1.00	1.00	1.00	1.00
增速	-2.18%	17.17%	44.62%	-1.42%	0.00%	0.00%	0.00%

成本	0.27	0.25	0.28	0.34	0.35	0.35	0.35
毛利	0.33	0.46	0.73	0.66	0.65	0.65	0.65
毛利率(%)	55.10%	64.95%	72.22%	65.87%	65.00%	65.00%	65.00%
整体							
营业总收入	21.03	23.69	30.46	35.79	43.40	51.93	60.75
增速	7.96%	12.63%	28.58%	17.52%	21.27%	19.65%	16.98%
营业总成本	13.81	16.49	24.35	27.29	33.03	39.35	45.79
增速	14.39%	19.42%	47.69%	12.05%	21.04%	19.13%	16.35%
营业总成本/营业总收入	0.66	0.70	0.80	0.76	76.10%	75.77%	75.37%
毛利率	34.35%	30.39%	20.04%	23.76%	23.90%	24.23%	24.63%
毛利	7.22	7.20	6.10	8.50	10.37	12.58	14.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2023–2025 年归属母公司净利润分别为 4.42/5.62/6.87 亿元，同比变动 25.9%/27.2%/22.2%。

表 7：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3046	3579	4340	5193	6075
营业成本	2435	2729	3303	3935	4579
营业税金及附加	22	29	36	41	49
销售费用	188	235	260	312	365
管理费用	159	123	149	177	206
研发费用	27	82	100	114	128
财务费用	(14)	(11)	(30)	(35)	(42)
投资收益	24	14	19	19	17
资产减值及公允价值变动	(39)	(37)	(47)	(41)	(42)
其他收入	(14)	(92)	(100)	(114)	(128)
营业利润	226	359	495	627	767
营业外净收支	11	33	0	0	0
利润总额	237	392	495	627	767
所得税费用	24	41	53	65	80
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	213	351	442	562	687

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：数据样本选取 2020-2022 年电机行业卧龙电驱、大洋电机、湘电股份，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.92；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.68%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3% 的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%。

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考；

永续增长率：公司产品的下游应用广泛，与宏观经济环境相关性较高，假设公司永续增长率为 1%

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 9.45%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 17.16 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表8：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.92
无风险利率	2.68%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	12.7
发行在外股数	597
股票市值 (E)	7576
债务总额 (D)	81
K _d	3.70%
T	10.66%
K _a	9.45%
有杠杆 Beta	0.93
K _e	9.52%
E/(D+E)	98.94%
D/(D+E)	1.06%
WACC	9.45%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表9：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	492.8	614.7	749.7	807.2	913.4	987.3	1,111.4	1,193.4	1,280.6	1,373.6	
所得税税率	10.66%	10.35%	10.49%	10.50%	10.45%	10.48%	10.47%	10.47%	10.47%	10.47%	

EBIT*(1-所得税率)	440.3	551.0	671.1	722.4	818.0	883.9	995.0	1,068.5	1,146.5	1,229.8
折旧与摊销	72.6	79.7	84.5	89.2	94.0	98.7	103.4	108.1	112.8	117.5
营运资金的净变动	(251.9)	(301.7)	(101.6)	(118.9)	(200.8)	(105.5)	(158.3)	(123.3)	(111.6)	(124.0)
资本性投资	(77.9)	(69.2)	(73.7)	(73.6)	(72.2)	(73.2)	(73.0)	(72.8)	(73.0)	(72.9)
FCFF	183.1	259.8	580.2	619.1	639.0	803.8	867.1	980.5	1,074.7	1,150.3
PV(FCFF)	167.3	216.8	442.5	431.4	406.8	467.6	460.9	476.1	476.8	466.3
核心企业价值	9,585.6									
减：净债务	(652.0)									
股票价值	10,237.5									
每股价值	17.16									

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，对折现率与永续增长率设置两档均为 0.2% 的变动幅度，折现率浮动范围为 9.1%–9.9%，永续增长率的变化范围为 0.6%–1.4%，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 15.87–18.72 元。

表 10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.1%	9.3%	9.45%	9.7%	9.9%
永续增长率变化	1.4%	18.72	18.18	17.66	17.18	16.71
	1.2%	18.42	17.90	17.41	16.94	16.49
	1.0%	18.14	17.64	17.16	16.71	16.27
	0.8%	17.88	17.39	16.93	16.49	16.07
	0.6%	17.62	17.15	16.70	16.28	15.87

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是防爆电机龙头，我们选取同为电机领域的公司卧龙电驱、大洋电机、湘电股份作为可比公司。

卧龙电驱：全球工业电机龙头，主营产品为工业驱动电机及控制电机、微特电机及控制；佳电股份主营产品为防爆电机、普通电机；

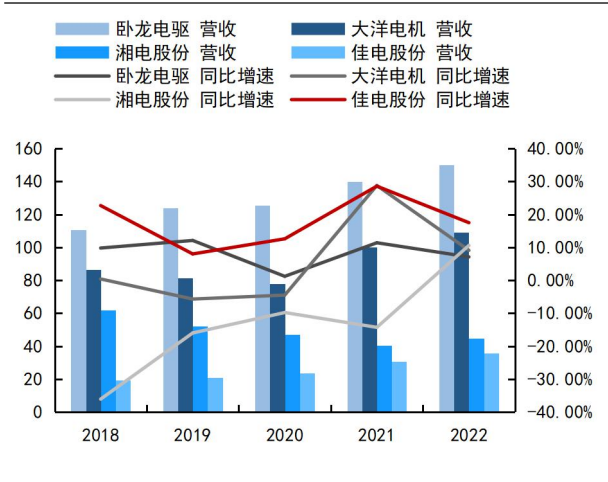
湘电股份：我国电工行业的大型骨干企业，主导国内大型国防设备等开发应用，主营产品包括电机、电控、特种产品及备件；

大洋电机：致力于成为全球电机及驱动控制系统绿色环保解决方案领域的卓越供应商，主营产品包括建筑及家居电器电机、新能源汽车动力总成系统、氢燃料电池系统及其关键零部件等产品。

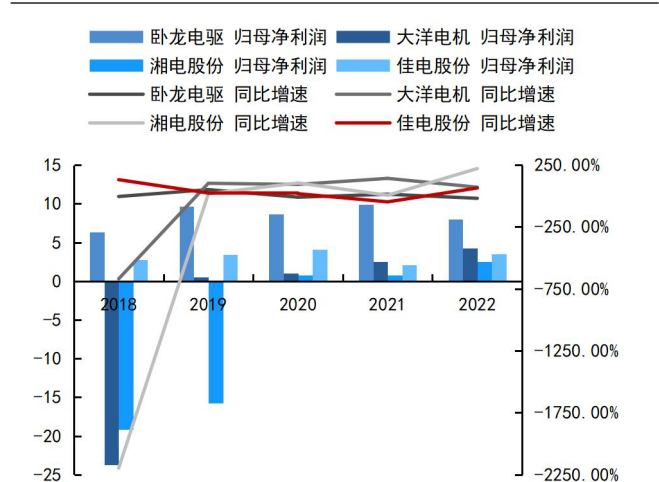
从营收、利润来看，佳电股份营收、利润体量较小，但整体增速较快；从盈利能力来看，佳电股份毛利率高于行业均值，整体盈利能力较好；从三费情况来看，公司期间费用率与可比公司变化一致，处于行业平均水平。

图 13：佳电股份与同行业公司营收及同比增速对比

图 14：佳电股份与同行业公司归母净利润及同比增速对比

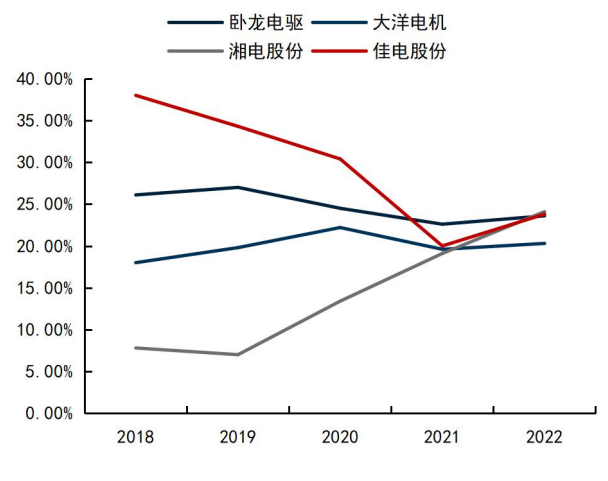


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



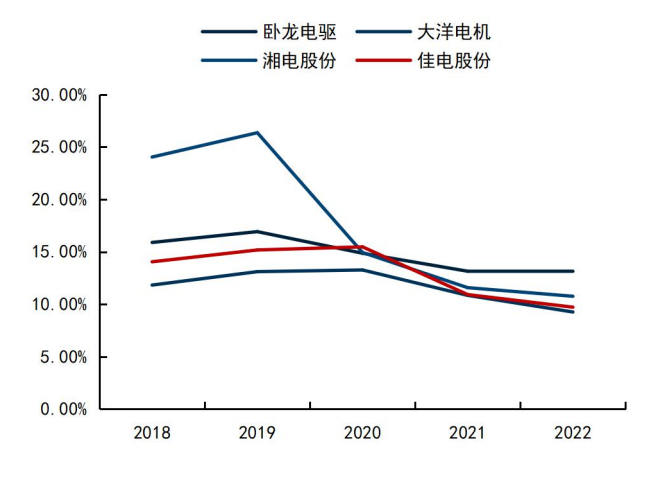
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 佳电股份与同行业公司毛利率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 佳电股份与同行业公司期间费用率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们预计佳电股份 2023-2025 年归母净利润分别为 4.42/5.62/6.87 亿元，对应 PE 17/14/11 倍，一年期合理估值为 14.80-18.50 元（对应 23 年 PE 20-25x）。

表11: 可比公司相对估值（截至 2023 年 6 月 19 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE				
						2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	
600580	卧龙电驱	未评级	13.11	161.17	12.26	0.75	0.61	1.05	1.26	16.35	20.10	11.70	9.75	
002249	大洋电机	未评级	23.83	129.41	5.43	0.11	0.18	0.26	0.33	49.36	30.17	20.54	16.64	
600416	湘电股份	未评级	13.25	236.59	17.85	0.07	0.19	0.37	0.57	255.00	93.95	48.55	31.24	
										平均值	106.90	48.07	26.93	19.21
000922	佳电股份	买入	5.97	75.76	12.70	0.36	0.59	0.74	0.94	35.66	21.58	17.14	13.48	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 卧龙电驱、大洋机电、湘电股份为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们预计 2023-2025 年归属母公司净利润分别为 4.42/5.62/6.87 亿元，对应 PE 17/14/11 倍，一年期合理估值为 14.80-18.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 14.80-18.50 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.68%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 23 年 20-25 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于电机行业未来几年高效节能趋势的发展，我们假设公司未来 3 年收入增长 21.3%/19.6%/17.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果高效节能电机未来渗透率不达预期，行业竞争激励，公司产品价格下降，公司未来营收增速可能不达预期，假设公司 2023-2025 营收增速为 10%/10%/10%，则 2023-2025 年公司归母净利润为 4.01/4.70/5.40，同比增速 14.1%/17.3%/15.0%。

考虑到原材料成本下降，公司规模效应，我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 23.90%/24.23%/24.63%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。若未来原材料价格大幅上涨，公司可能受到较大冲击，假设原材料价格大幅上涨，悲观考虑公司毛利率与 2021 年持平，即未来三年毛利率为 20%，则 2023-2025 年公司归母净利润为 2.91/3.64/4.30，同比增速-17.2%/25.2%/18.3%。

经济环境风险

电机制造企业受国家宏观经济发展形势和国际经济增长幅度影响较大，国家投资方向的波动对公司产品需求影响较明显。当前中国制造业延续稳定扩张态势，但经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化。国际环境日益错综复杂，不稳定性不确定性明显增加，可能给公司带来政策风险。

原材料价格风险

电机产品的主要原材料为电磁线(铜材料)、硅钢片、钢材等，主要原材料价格的波动将会对公司经营业绩产生一定的影响，若原材料价格大幅上涨，可能会对公司毛利造成影响，进而导致公司盈利能力下降。

四代核电进展不及预期风险

公司是四代高温气冷堆主氦风机供应商。目前四代核电仍处于示范试验阶段，若后续进度不及预期可能会影响公司未来在核电业务方面的收入，进而对公司造成不利影响。

石化、煤炭领域资本开支不及预期

公司防爆电机下游主要用于石化、煤炭行业，受石化、煤炭行业资本开支的增加以及安全意识的提升，防爆电机需求增加。若石化、煤炭行业资本开支降低，可能会影响公司防爆电机需求，进而对公司业绩产生不利影响。

解决同业竞争问题不及预期

哈动装是国内核电主泵电机龙头，承担三代核电 AP1000 主泵电机的技术吸收创新，与公司在业务上存在同业竞争，目前公司正在积极推进同业竞争问题解决，如果解决同业竞争，有望进一步提升公司核电行业的竞争力，若同业竞争问题解决不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	701	1483	1459	1644	2170	营业收入	3046	3579	4340	5193	6075
应收款项	1194	1982	2394	2877	3360	营业成本	2435	2729	3303	3935	4579
存货净额	1101	1001	1402	1636	1972	营业税金及附加	22	29	36	41	49
其他流动资产	939	291	390	570	569	销售费用	188	235	260	312	365
流动资产合计	4637	5466	6353	7435	8780	管理费用	159	123	149	177	206
固定资产	587	640	600	558	515	研发费用	27	82	100	114	128
无形资产及其他	135	137	133	128	124	财务费用	(14)	(11)	(30)	(35)	(42)
投资性房地产	115	111	111	111	111	投资收益	24	14	19	19	17
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(39)	(37)	(47)	(41)	(42)
资产总计	5474	6355	7197	8232	9530	其他收入	(14)	(92)	(100)	(114)	(128)
短期借款及交易性金融负债	4	237	81	107	142	营业利润	226	359	495	627	767
应付款项	1233	1757	1937	2285	2773	营业外净收支	11	33	0	0	0
其他流动负债	1421	1301	1805	2098	2379	利润总额	237	392	495	627	767
流动负债合计	2657	3294	3824	4490	5294	所得税费用	24	41	53	65	80
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	130	56	28	(12)	(59)	归属于母公司净利润	213	351	442	562	687
长期负债合计	130	56	28	(12)	(59)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2787	3350	3852	4478	5235	净利润	213	351	442	562	687
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	87	24	3	(5)	(5)
股东权益	2687	3004	3345	3754	4295	折旧摊销	61	65	73	80	84
负债和股东权益总计	5474	6355	7197	8232	9530	公允价值变动损失	39	37	47	41	42
						财务费用	(14)	(11)	(30)	(35)	(42)
关键财务与估值指标						营运资本变动	392	318	(252)	(302)	(102)
每股收益	0.36	0.59	0.74	0.94	1.15	其它	(87)	(24)	(3)	5	5
每股红利	0.16	0.08	0.17	0.26	0.25	经营活动现金流	705	770	310	381	711
每股净资产	4.48	5.04	5.61	6.29	7.20	资本开支	0	(100)	(78)	(69)	(74)
ROIC	9.23%	15.71%	18%	21%	24%	其它投资现金流	(702)	(6)	0	0	0
ROE	7.94%	11.69%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(702)	(106)	(78)	(69)	(74)
毛利率	20%	24%	24%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	11%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(96)	(49)	(101)	(153)	(146)
收入增长	29%	18%	21%	20%	17%	其它融资现金流	(28)	215	(155)	26	34
净利润增长率	-48%	65%	26%	27%	22%	融资活动现金流	(219)	118	(256)	(127)	(112)
资产负债率	51%	53%	54%	54%	55%	现金净变动	(216)	782	(24)	185	526
股息率	1.3%	0.6%	1.3%	2.0%	1.9%	货币资金的期初余额	917	701	1483	1459	1644
P/E	35.7	21.6	17.1	13.5	11.0	货币资金的期末余额	701	1483	1459	1644	2170
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8	企业自由现金流	0	623	183	260	580
EV/EBITDA	37.8	24.5	20.2	17.4	15.4	权益自由现金流	0	838	54	317	652

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032