

买入

佳电股份（000922.SZ）

拟现金收购哈电动装 51%股权，充分受益三代核电批量化建设

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电机 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 吴双 0755-81981362 wushuang2@guosen.com.cn
联系人： 年亚颂 0755-81981159 nianyasong@guosen.com.cn

执证编码：S0980519120001

事项：

7月19日，佳电股份发布《哈尔滨电气集团佳木斯电机股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书》，佳电股份以现金支付的方式购买哈电股份持有的哈电动装 51.00%股权，本次交易对价合计为 40069.74 万元。本次交易完成后，哈电动装将成为上市公司的控股子公司。

国信机械观点：哈电动装主营业务为大中型交直流电机、核电主泵电机、核主泵等产品，在三代核电主冷却剂泵上占据国内主要份额，将充分受益于中国三代核电批量化建设。佳电股份此次收购哈电动装将圆满解决同业竞争事宜，同时可拓展在核电领域业务布局，显著增厚上市公司业绩（收购后 2022/23Q1 收入 45.59/12.08 亿元，前值为 35.79/10.01 亿元，归母净利润为 3.81/1.1 亿元，前值为 3.51/0.99 亿元）。我们维持 2023-25 年归母净利润为 4.42/5.63/6.88 亿元，对应 PE 值 19/15/12 倍，考虑并购后 2023-25 年备考归母净利润为 4.86/6.09/7.57 亿元，对应 PE 值 17/14/11 倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 佳电股份拟以现金支付方式并购哈电动装 51%股权

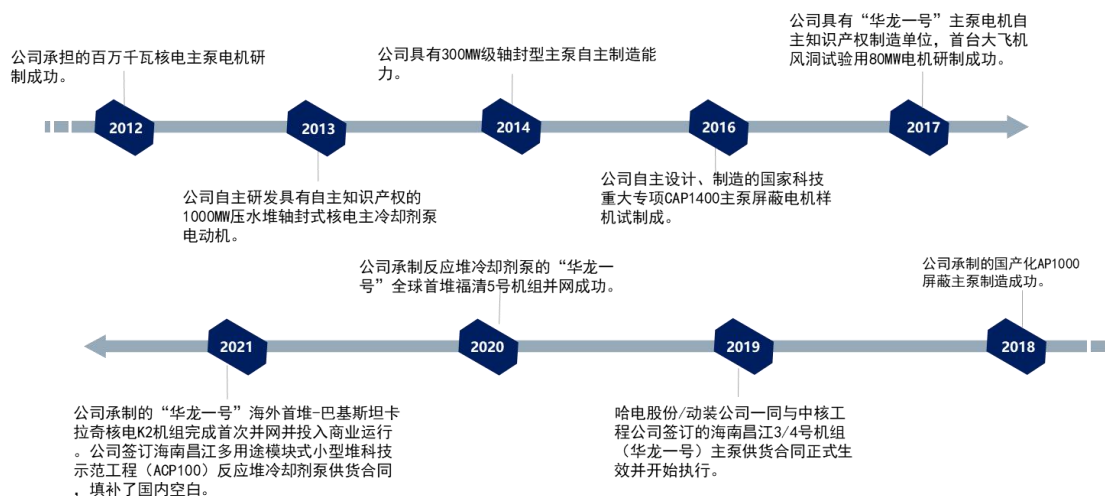
佳电股份拟以现金支付的方式购买哈电股份持有的哈尔滨电气动力装备有限公司（以下简称哈电动装）51.00%股权，本次交易对价合计为 40069.74 万元。本次交易以中联评估出具的并经哈电集团备案的《资产评估报告》为定价依据，按照资产基础法评估，哈电动装总资产/净资产 34.28/5.26 亿元，评估值 7.86 亿元，净资产增值率 49.39%；若按相对估值法测算，收购价格对应哈电动装 22 年市销率/市盈率 0.8/13.3 倍。

◆ 哈电动装是国内三代核电主泵龙头

哈电动装是电机行业领先企业，产品应用与佳电股份有所重合。哈电动装主导产品主要包括核电站用主泵电机、大中型交流电机、直流电机、特种电机等电动机，风力发电机、小型水力发电机等发电机以及核电站用主泵、电站用循泵等泵类产品，主要应用在核电、船舶、冶金、火电、矿山、水力、石化、科研等多个领域，并出口到美国、俄罗斯、巴基斯坦、印度、越南、印尼、秘鲁、朝鲜等多个国家和地区。

公司系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。在二代或二代半核电主泵电机（轴封泵电动机）上，公司具备自主独立设计、制造能力，具备每年可提供 8-10 台主泵电机商品的能力；在三代核电主泵电机（屏蔽电动机）上，在电磁计算、结构设计、应力分析与计算、轴系稳定性设计等方面处于国内领先地位；在屏蔽主泵电机制造能力上，公司在机械加工、冲片装压、下线、线圈制造、窄间隙焊接、工作场地等方面已满足美国 EMD 公司要求，未来有望形成每年 6-8 台屏蔽式主泵电机供应能力。公司华龙一号主泵市占率近 50%，CAP1000 系列主泵占据绝对份额（根据公开中标信息，单个核电项目主泵价值量约 2.4-3.2 亿元）。

图1：哈电动装核电主泵电机发展历程



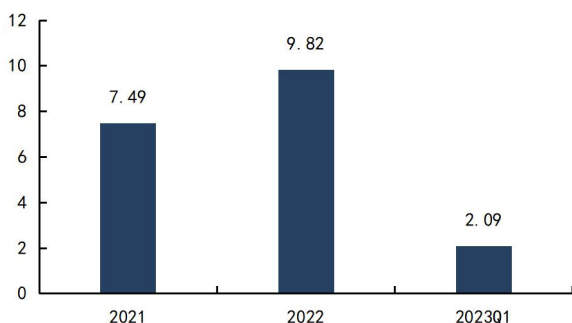
资料来源：哈电动装公司官网，国信证券经济研究所整理

表1：哈电动装核主泵订单相关描述梳理

时间	台数	订单情况
2008年11月/2010年4月	18	哈电动装与奥地利安德里茨公司（Andritz）联合中标福清1#、2#和方家山1#、2#及福清3#、4#核主泵项目，共计6套机组，18台核主泵，2台备品电机。其中，主泵电机由动装公司独立研发、制造，泵部件技术从安德里茨公司引进、转化。
2009年6月	4	公司与中国中原对外工程有限公司正式签订C3/C4核主泵项目设备订货合同，合同额4.7亿元。该项目是出口巴基斯坦的重要海外核电项目，公司负责4台主泵机组的设计（以原有C1、C2项目主泵为依据，进行翻版设计）和制造，包括4台主泵和4台主泵电机。
2010年12月	2	公司与江苏核电有限公司签订田湾5号、6号核主泵项目合同，合同总金额2.235亿元。
2013年10月	12	签订三门二期、海阳二期、陆丰一期核电项目12台CAP1000反应堆冷却剂泵采购合同
2014年3月	—	公司成功签订福清5、6号及K2/K3项目主泵供货合同，11月份福清5、6号机组被确定为“华龙一号”国内首个示范工程。
2017年1月	6	公司中标海南昌江核电工程三号、四号机组6套反应堆主冷却剂泵设备，该项目是“华龙一号”技术融合后首批招标项目之一。
2017年1月	8	公司与沈阳鼓风机集团核电泵业有限公司签订了廉江核电厂一期工程一号、二号机组反应堆冷却剂屏蔽主泵电机合同，该合同是公司首次为一个CAP1000项目提供全部8台屏蔽电机。
2017年6月	—	公司与中国核工业集团中国核动力研究院签订了模块化小型堆海南昌江项目主泵样机研制合同。
2018年12月	—	公司与中国核电工程有限公司签订海南昌江核电厂3/4号机组反应堆冷却剂泵供货合同。
2021年6月	—	公司签订海南昌江多用途模块式小型堆科技示范工程（ACP100）反应堆冷却剂泵供货合同。

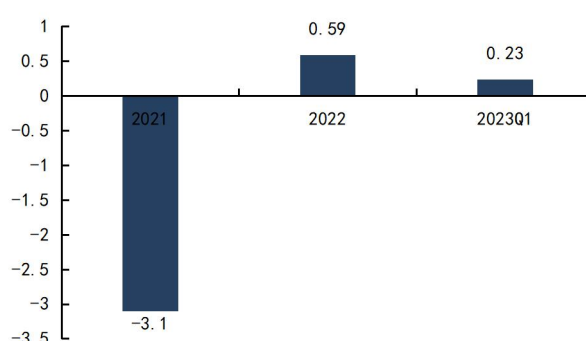
资料来源：哈电动装公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：哈电动装 2021-2023Q1 营业收入（亿元）



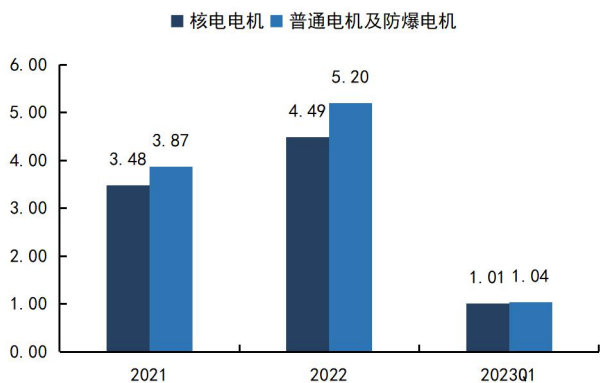
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：哈电动装 2021-2023Q1 归母净利润（亿元）



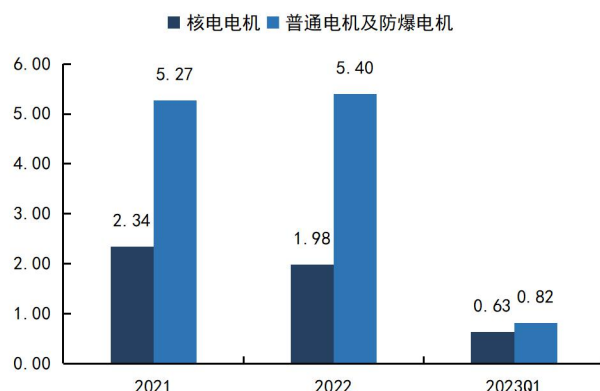
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：哈电动装各产品营收（亿元）



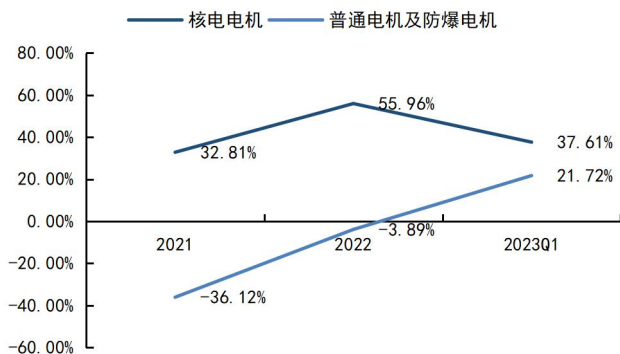
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：哈电动装各产品成本（亿元）



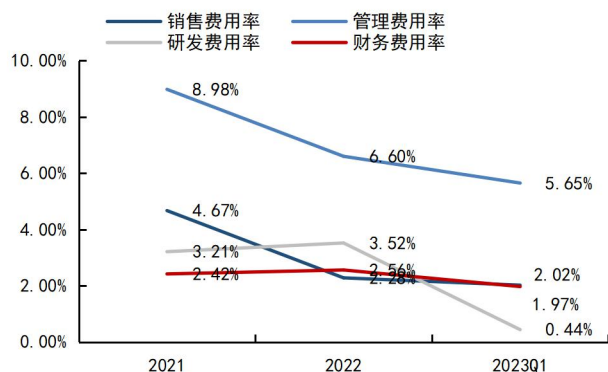
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：哈电动装各产品毛利率



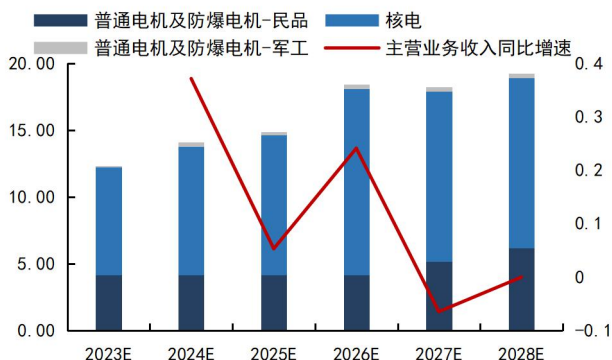
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：哈电动装期间费用率



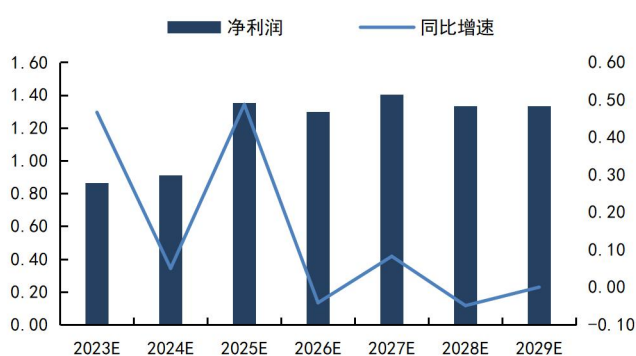
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：哈电动装各产品营收预测（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：哈电动装净利润预测（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 拓展核电领域业务，增强电机竞争力

1) **拓展核电业务：**哈电动装是国内三代核电主泵龙头，华龙一号主泵市占率近 50%，CAP1000 系列主泵占据绝对份额（根据公开中标信息，单个核电项目主泵价值量约 2.4-3.2 亿元）；佳电股份系在核电电机领

域龙头，市占率约 80%，此次收购哈电动装后，进一步增加佳电股份在三代核电设备方面竞争力，有望充分受益三代核电批量化建设；

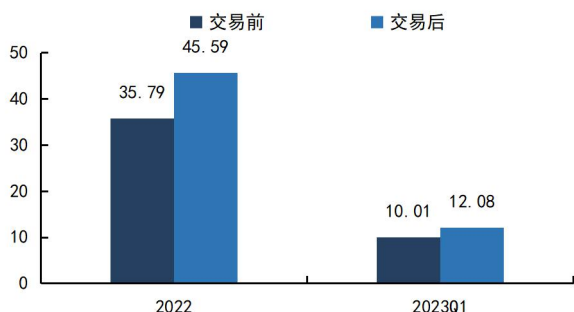
2) 增强电机竞争力：佳电股份主营业务为电机的生产、研发及销售，主要产品包括防爆电机、起重冶金电机、屏蔽电机、电泵、核用电机等；哈电动装主营业务为大中型交直流电机、核电主泵电机等，本次交易有利于佳电股份丰富在电机领域的产品结构，增强公司在电机领域的市场竞争能力。

3) 解决同业竞争：佳电股份与哈电动装在产品和应用领域存在一定重合，本次收购彻底解决佳电股份与哈电动装之间的同业竞争问题。

4) 无股权结构影响：本次交易为支付现金购买资产，不涉及发行股份，对佳电股份股权结构无影响。

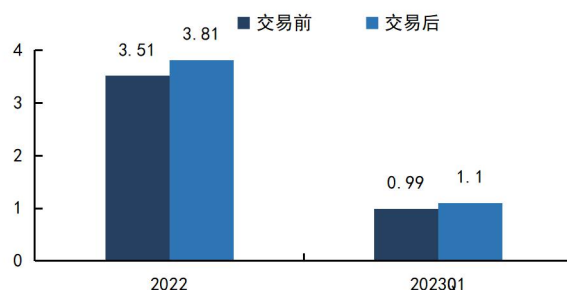
5) 增厚公司业绩：公司收购后 2022/2023Q1 营业收入分别为 45.59/12.08 亿元（收购前为 35.79/10.01 亿），归母净利润分别为 3.81/1.1 亿元（收购前 3.51/0.99），对公司业绩增长有明显的促进作用。

图 10：交易前后佳电股份营业收入对比（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 11：交易前后佳电股份归母净利润对比（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

哈电动装主营业务为大中型交直流电机、核电主泵电机、核主泵等产品，在三代核电主冷却剂泵上占据国内主要份额，将充分受益于中国三代核电批量化建设。佳电股份此次收购哈电动装将圆满解决同业竞争事宜，同时可拓展在核电领域业务布局，显著增厚上市公司业绩（收购后 2022/23Q1 收入 45.59/12.08 亿元，前值为 35.79/10.01 亿元，归母净利润为 3.81/1.1 亿元，前值为 3.51/0.99 亿元）。我们维持 2023-25 年归母净利润为 4.42/5.63/6.88 亿元，对应 PE 值 19/15/12 倍，考虑并购后 2023-25 年备考归母净利润为 4.86/6.09/7.5 亿元，对应 PE 值 17/14/11 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

本次交易被暂停、中止或取消的风险；审批风险；经营业绩波动的风险；资产负债率较高的偿债风险；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。

相关研究报告：

《佳电股份（000922.SZ）-特种电机隐形冠军，三代及四代核电打开中长期空间》——2023-07-14
 《佳电股份（000922.SZ）-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》——2023-06-21

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	701	1483	1459	1674	2241	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	7465	8851	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)	(43)
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	8262	9601	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	769
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	769
流动负债合计	2657	3294	3824	4490	5294	所得税费用	24	41	53	65	81
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	18	11	归属于母公司净利润	213	351	442	563	688
长期负债合计	130	56	28	18	11	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2787	3350	3852	4508	5305	净利润	213	351	442	563	688
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	3755	4296	折旧摊销	61	65	73	80	84
负债和股东权益总计	5474	6355	7197	8262	9601	公允价值变动损失	39	37	47	41	42
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(14)	(11)	(30)	(35)	(43)
每股收益	0.36	0.59	0.74	0.94	1.15	营运资本变动	392	318	(252)	(272)	(62)
每股红利	0.16	0.08	0.17	0.26	0.25	其它	(87)	(24)	(3)	5	5
每股净资产	4.48	5.04	5.61	6.29	7.20	经营活动现金流	705	770	310	411	753
ROIC	9.23%	15.71%	18%	21%	24%	资本开支	0	(100)	(78)	(69)	(74)
ROE	7.94%	11.69%	13%	15%	16%	其它投资现金流	(702)	(6)	0	0	0
毛利率	20%	24%	24%	24%	25%	投资活动现金流	(702)	(106)	(78)	(69)	(74)
EBIT Margin	7%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	13%	13%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	29%	18%	21%	20%	17%	支付股利、利息	(96)	(49)	(101)	(153)	(147)
净利润增长率	-48%	65%	26%	27%	22%	其它融资现金流	(28)	215	(155)	26	34
资产负债率	51%	53%	54%	55%	55%	融资活动现金流	(219)	118	(256)	(127)	(112)
股息率	1.1%	0.6%	1.2%	1.8%	1.7%	现金净变动	(216)	782	(24)	215	567
P/E	39.9	24.2	19.2	15.1	12.3	货币资金的期初余额	917	701	1483	1459	1674
P/B	3.2	2.8	2.5	2.3	2.0	货币资金的期末余额	701	1483	1459	1674	2241
EV/EBITDA	41.1	26.6	21.8	18.7	16.5	企业自由现金流	0	623	183	290	620
						权益自由现金流	0	838	54	347	694

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