

风电花开，期待怒放

湘电股份（600416）

评级：买入（首次）

股价：15.61 元

调研报告

2009 年 3 月 25 日 星期三

宫在轶 高冬

021-50586660-8639

010-66216231-801

gzy@longone.com.cn

gd@longone.com.cn

电力设备

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

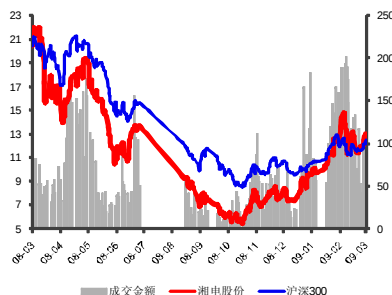
重要数据

总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	1.61
总市值(亿元)	30.36
流通市值(亿元)	20.80

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-3.52	-8.76
3 个月	17.26	1.42
6 个月	21.09	26.38

个股相对沪深 300 走势图



投资要点

q 近日，我们实地调研了位于湖南省湘潭市的湘电股份（600416），与管理层就公司业务进行了交流，以下是调研情况：

q 传统业务：稳定增长

交流电机积极向新的领域拓展：公司的传统主业交流电机面临较为激烈的市场环境，公司虽然与上海电机位于交流电机的第一集团，但是由于公司的交流电机的主要客户是发电企业，一直面临着回款力度较弱的局面，公司适时调整客户市场结构，逐渐开始向发电企业以外的市场拓展，其新的拓展领域包括：冶金、石化防爆等；此外，公司在电机方面的多年积累，双馈式风机发电机已经形成批量生产，技术成熟，质量可靠，目前在手订单 1000 台，2008 年销售了 300 台，主要客户包括东方电气配套 1.5MW 双馈式风电整机和广东明阳等，预计 2009 年将实现销售 600 台以上。未来公司将持续调整客户结构，力争将火电企业用电机的比例降到 60% 以下。

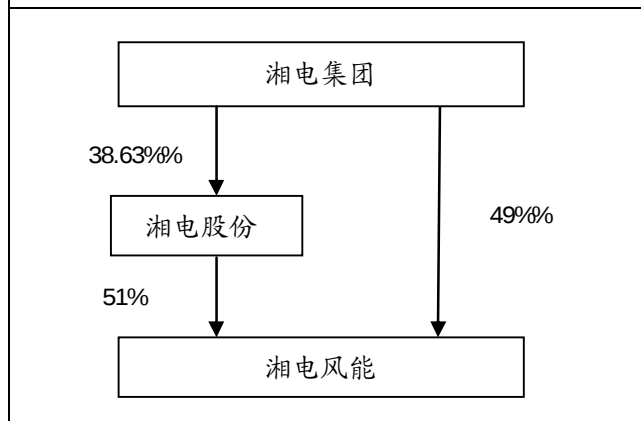
直流电机和泵机业务将保持平稳增长：公司的特种电机事业部主要生产直流电机，主要以供应军品为主，目前逐渐向轧钢、船舶等市场拓展；长沙水泵厂基本搬迁完毕，2008 年完成 6 个亿收入的基础上，2009 年仍将保持 10% 左右的收入增速。

q 风电业务：2009 年是公司风电业务出成绩，上台阶的关键一年

从选择风电产业作为方向，到选择风电整机的 2MW 直驱作为生产机型，再到通过与大唐集团建立合作协议的切入市场的方式，每一关键点都把握得丝丝入扣，作为老牌电机制造厂商，这些都得益于湘电股份几十年来电机方面的技术积淀，对于产业不断深入的理解，终于找到了新的产业支撑公司向前发展。

目前风电公司的股权结构：目前湘电股份持有湘电风能 51% 的股权，湘电集团持有湘电风能 49% 的股权，湘电股份在 2008 年的年报中首次将湘电风能作合并报表处理。

湘电风能股权结构图

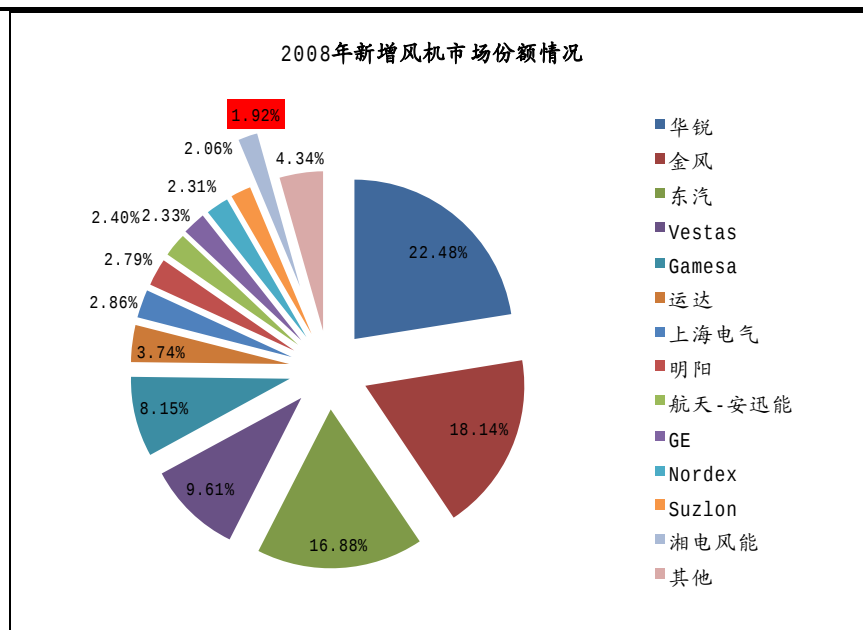


资料来源：公司公告，东海证券研究所

福建六鳌风场 13 台机组成功验收合格，风机质量、运行稳定性得到肯定，风机的质量是决定能否由试产到量产的最为关键的因素，大唐漳州六鳌风电场总装机 10.16 万千瓦，分三期开发，第一、二期分别采用的西班牙 Gamesa 公司的 850kW 双馈型风机和印度 Suzlon 公司的 1.25MW 的风机，第三期选用了湘电股份的 2MW 直驱式风机。湘电股份的 13 台机组全部安装调试后，有关专家对正常运行和切换操作运行风况的最大测量风力、电压电动系数等 6 个方面的指标进行了一个月的检验，经严格审核试验数据，确认各项指标均已达到或优于国家风机稳定性运行的试验标准，所有 13 台风电机组全部一次性通过考核试验。这是的公司成功进入风电量产阶段。

2009 年是公司风电业务上台阶的关键一年，非常有希望成为风电第二阵营中突围。风电整机行业质量决定生死，规模则决定效益。目前风电整机制造行业的第一阵营已经确立，金风、华锐和东汽站稳了国内兆瓦级风机的前三名，目前兆瓦级风机的产能均在 1000 台以上。风电整机制造的第二阵营中，湘电股份非常有希望从中突围，迈入“风电 1000 台俱乐部”。

2008 年全国新增风机市场分额



资料来源：中国风能协会，东海证券研究所

公司上调 2009 年规划产量：2008 年，公司生产整机 56 台，主要原因是主轴承的采购上出现了一定偏差，制约了公司 2008 年的整体产量，对于 2009 年的风电整机产量规划，管理层已经由去年年底制订的 200 台上升到了 300 台。

目前在手订单的情况：公司目前签订风电整机订单近 30 亿元，扣除 2008 年已完成 6.29 亿元已实现的收入，目前在手未履约订单近 23 亿元；此外，公司控股子公司湘电风能与 2008 年 11 月 24 日与内蒙古乌兰察布市政府签订了合作协议，公司拟在乌市工业园创办风电总装基地，项目投资 2.5 亿元，年产 2MW 风机 300 台。同时乌市确保先期向湘电风能配置 100 万千瓦以上的峰电场资源、同等条件下优先采购湘电风能产品等条件。

关于零部件的采购：发电机目前公司自己生产，机舱轮毂采购于国内，叶片、偏航轴承、变桨轴承等其他关键零部件也将逐步实现本土化采购，均能保证生供货，制约公司 2008 年产能释放的关键零部件主轴承已经得到解决，目前已经订货 300 套左右，此外，公司与美国 Timken 合资公司生产轴承将在 2010 年实现投产，保证公司整机组装。

关于毛利率水平：目前公司已经由试产阶段成功过渡到了量产阶段初期，湘电股份的风机盈亏平衡点在 120 台左右，2008 年小批量试产，呈现部分亏损，2009 年量产达到 120 台后将实现盈利，此后，规模效应将使得公司的利润率提升。作为比较，我们整理了东方电气和金风科技两家公司的 1.5MW 风机从试产到量产的毛利率数据，可以看到，规模效应十分明显。我们预计公司的风电整机销售规模达到 200 台时，毛利率达到 14%左右，销售规模达到 400 台时，毛利率达到 18%。

1. 5MW风机盈利及收入确认情况						
	确认收入 (亿元)			毛利率		
	东方电气	金风科技	湘电股份	东方电气	金风科技	湘电股份
2006年全年	0	0	0			
2007年全年	5.5	4.86	0	8.17%	16.34%	
2008年上半年	13.97	2.44		14.69%	14.78%	
2008年全年	40 (预计)	27.34	6.29		18.88%	4.00%

关于风电业务的净利率：公司公布的报表中，2008 年的年报首次合并了控股子公司湘电风能，比较分析 2007 年、2008 年半年报和年报，我们测算出风电业务的三项费用占风电销售收入 6.29 亿元的比例为 6.63%。金风科技 2006 年、2007 年、2008 年的三项费用率分别为：8.62%、9.64%、8.63%，我们预计公司的净利润率如下：销售规模在 200 台的三项费用率为 9.00%，净利润率为 3.60%，销售规模在 400 台的三项费用率为 8.80%，净利润率在 7.80%。我们预计公司 2009 年、2010 年分别生产风机 300 台和 600 台，其中分别确认收入 200 台和 400 台，以目前 2.35 亿股的总股本计算（剔除湘电集团 49% 的少数股东权益），2009 年、2010 年风机整机业务将分别增厚公司每股收益 0.19 元和 0.81 元。

- q** 我们预计公司 2009 年、2010 年营业收入分别为 0.51 元，1.15 元，目前的股价对应的 2009 年和 2010 年动态市盈率分别为：30.60 倍和 13.5 倍，我们给予公司“买入”评级，六个月目标价格 23.00 元。
- q** 风险提示：关注公司风机订单增长情况和年度风机确认数量。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

高冬: 东海证券公用事业行业(含电力设备)资深分析师, 中国人民大学经济学硕士, 9年电力及证券行业从业经历, 对电力及电力设备行业有较丰富的实践经验和理论认识。

宫在轶: 东海证券电力设备行业分析师, 上海财经大学金融学硕士。

重点跟踪公司: 智光电气、科陆电子、华仪电气、长征电气、特变电工、浙富股份等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122