

电机



王雪峰

新能源、电力设备研究员

021-38565949

wangxuefeng@xyzq.com.cn

湘电股份（600416）

值得期待的风电市场新秀

推荐

2009年8月7日

投资要点

- **风机业务将是公司未来成长的主要动力。**2009年上半年公司风机销售约80台，公司预计全年销售在300台左右，目前订单已有保证；公司的2010年风机销售目标为800台，目前订单量距离目标有一些差距，我们估计600台销量可以保证，随后根据公司接单情况调整2010年销量。
- **下半年风机毛利率会略有下降，仍有望维持在较高水平。**上半年公司风机业务毛利率接近20%，主要是出货产品为2008年订单，定价较高，生产成本较低，另外收入中还包括了所用直驱电机，故毛利率高于同行水平；下半年毛利率可能略有下降，一方面原材料价格有所上涨，另外产品价格也有所下降，综合各方面因素，公司预计毛利率降幅不大，仍可维持在较高水平，我们预估在18.5%左右。
- **风机产业链各环节实现自主配套确保长期成本竞争优势。**公司在零部件的布局不遗余力，目前占成本约25%的电机已实现自主配套；电控系统今年可生产数十套，2010年预计可生产300套到500套，此外公司在轴承、轮毂、塔架都做了布局，与铁姆肯公司合资的轴承厂将为公司配套主轴承，在长沙建设的零部件制造基地将主要提供轮毂、塔架等部件，我们认为公司的产业链布局有利于保持成本优势并应对市场竞争。
- **公司积极开拓新市场应对传统业务增长乏力现状。**传统的交流电机、水泵配套系统等业务与电力投资相关度较高，特别是火电用电机受影响较大，公司正在拓展其他增长点，如水泵业务向核电用泵、船泵等扩展，市场开拓情况尚需进一步观察。
- **风机业务的进展对公司EPS影响较大，**暂假设公司2009年-2010年风机销量分别为300台、600台、1000台，对应公司2009年、2010年、2011年EPS分别为0.55元、0.79元、1.05元，目前股价对应估值分别为40倍、28倍、21倍，作为国内风电市场第一梯队新进入者，我们将观察公司后续的订单情况，给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3516	5877	8432	11775
货币资金	837	837	837	837
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1047	2005	3013	4327
其他应收款	135	258	387	556
存货	1141	2116	3196	4614
非流动资产	1516	1419	1350	1289
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	92	92	92	92
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	898	1010	1034	1013
在建工程	333	167	83	42
油气资产	0	0	0	0
无形资产	135	135	135	135
资产总计	5032	7297	9782	13064
流动负债	3529	5698	8020	11092
短期借款	1049	1376	1621	1933
应付票据	603	1119	1690	2439
应付账款	811	1504	2272	3280
其他	1066	1699	2438	3439
非流动负债	78	49	49	49
长期借款	20	20	20	20
其他	58	29	29	29
负债合计	3608	5747	8070	11142
股本	235	235	235	235
资本公积	685	685	685	685
未分配利润	201	294	409	557
少数股东权益	232	252	280	317
股东权益合计	1424	1549	1712	1922
负债及权益合计	5032	7297	9782	13064

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	59	129	186	247
折旧和摊销	60	53	60	63
资产减值准备	23	133	141	183
无形资产摊销	12	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	64	62	84	105
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	9	20	28	37
营运资金的变动	-24	581	617	767
经营活动产生现金流量	239	-181	-110	-134
投资活动产生现金流量	-178	3	1	1
融资活动产生现金流量	187	178	109	133
现金净变动	247	0	0	0
现金的期初余额	469	837	837	837
现金的期末余额	716	837	837	837

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3342	6400	9620	13815
营业成本	2816	5222	7885	11385
营业税金及附加	10	18	28	40
销售费用	223	427	641	921
管理费用	226	433	650	934
财务费用	64	62	84	105
资产减值损失	23	23	23	23
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	-19	216	309	409
营业外收入	119	0	0	0
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	97	212	305	405
所得税	29	63	91	121
净利润	68	149	214	284
少数股东损益	9	20	28	37
归属母公司净利润	59	129	186	247
EPS (元)	0.25	0.55	0.79	1.05

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.8%	91.5%	50.3%	43.6%
营业利润增长率	-123.8	1040.1	43.1%	32.1%
净利润增长率	-19.1%	120.0%	43.8%	32.5%
盈利能力(%)				
毛利率	15.7%	18.4%	18.0%	17.6%
净利率	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%
ROE	4.9%	10.0%	13.0%	15.4%

偿债能力(%)

资产负债率	71.7%	78.8%	82.5%	85.3%
流动比率	1.00	1.03	1.05	1.06
速动比率	0.66	0.65	0.64	0.63

营运能力(次)

资产周转率	0.77	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	3.41	3.84	3.51	3.45

每股资料(元)

每股收益	0.25	0.55	0.79	1.05
每股经营现金	0.36	-0.77	-0.47	-0.57
每股净资产	5.07	5.52	6.09	6.83

估值比率(倍)

PE	90.15	40.99	28.49	21.50
PB	4.45	4.09	3.70	3.30

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。