

矢志追风终有果，后发优势恰逢时

- **核心逻辑：**公司从 2006 年介入风电业务，2007 年样机下线，2008 年小批量生产，到 2009 年实现 247 台风机销售，我们认为公司已经度过了所有风电公司盈利能力较差的初始阶段，毛利率开始步入稳定，同时，公司将逐步发挥规模效应，2010 年公司整机的销售将超过 500 台，同比增长超过 100%，这就是公司与金风科技的最大区别，也是我们看好公司的核心逻辑。同时公司的核泵业务也将成为公司的业绩亮点，值得期待。
- **风电业务规模效应开始显现，低基数高增长迎来黄金发展期。**2009 年是公司风电业务转型的关键一年，中标特许权招标，摘掉二级梯队的帽子，成功晋级国家队，成为中国第四大风电整机制造企业，市场份额为 4.5%。2010 年将是业绩全面爆发的一年。首先，公司订单确定，增速超过 100%，远高于金风科技。其次，市场担心公司盈利能力下降存在误读，我们认为公司盈利能力可持续。尽管整机价格从 6000 元/KW 降低到 5300 元/KW，但是我们认为零部件价格降幅不会低于整机价格降幅，一方面由于 2010 年轴承、变频器等开始实现自产，价格大幅下降，另一方面由于公司市场地位改变，溢价能力增强，我们预期风能公司毛利率保持在 15.5% 以上，净利率保持在 7%。此外还有风机出口、海上风机、资产注入等热点。
- **核泵业务将成为公司业绩高速增长的另一亮点。**长泵公司的传统水泵业务预期将保持确定性的增长，循环泵市场份额超过 70%，凝结泵有市场领先的产品，公司稳居水泵企业第一梯队。同时，长泵公司已能生产核二、三级泵，与福斯公司合作开发核主泵。09 年核泵五次招标，公司中标四次，与福斯公司组合联合体，在核泵招标中竞争优势明显，核主泵研发突破值得期待，将成为公司下一轮高增长的起点。2010 年核泵销售收入确认达到 2 亿元，2011 年将迎来高速增长，未来十年是核电大规模建设期，公司核泵业务面临千载难逢的发展机遇。
- **传统电机业务正在开拓新的利润增长点，总体保持稳步增长。**交流电机方面，由于火电站建设趋缓，火电站交流电机减少，但是公司正在开拓水泥、冶金和石化爆破领域，已取得积极成效，总体保持 10%-20% 的增长。直流电机主要用于军品，由于军工客户相对稳定和特殊，这一块业务有望保持稳定增长。
- **估值与投资建议：**根据我们的盈利预测，公司未来三年的 EPS 分别为 0.57 元、0.93 元和 1.35 元，复合增长率超过 50%，公司业绩中，超过 70% 来自风电和核泵两项新能源业务，我们认为公司合理估值为 2010 年 30 倍 PE，合理股价位 27.9 元，首次评级为“买入”。
- **股价催化剂：**核电、海上风电、风机出口、新能源



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

电力设备行业资深分析师

8621-63325888-6101

zhui@orientsec.com.cn

曾朵红

电力设备行业分析师

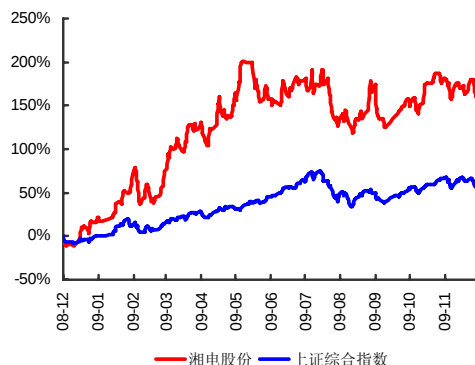
8621-63325888-6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2009 年 12 月 21 日)	21.45 元
目标价格 (6 个月)	28 元
总股本/A 股 (万股)	23500 / 23500
A 股市值 (亿元)	53.6
国家/地区	中国
行业	电力设备
报告日期	2009 年 12 月 22 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3342	5209	8258	10446
同比(%)	56%	59%	26%	18%
归属母公司净利润	59	133	219	318
同比(%)	-19%	127%	64%	46%
毛利率(%)	15.7%	20.0%	18.7%	19.0%
ROE(%)	4.9%	10.2%	8.6%	11.4%
每股收益(元)	0.25	0.57	0.93	1.35
P/E	91.15	40.22	24.51	16.84
P/B	3.10	1.63	1.34	1.11
EV/EBITDA	65	16	11	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

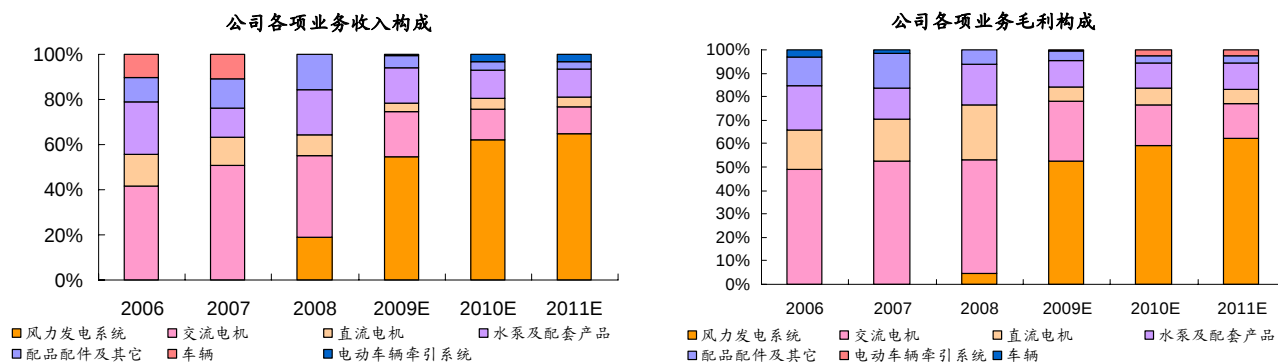
1 主营业务	3
1.1 风电业务已成为公司收入主要来源	3
2. 风电业务规模效应开始凸显.....	3
2.1 实现二级梯队向国家队的完美转身	3
2.2 低基数高增长，盈利能力可持续	4
2.3 拥有自主知识产权，具备远销海外的通行证	5
2.4 布局 5MW 海上风电机组，技术水平全球领先	6
2.5 与发电集团的合作为整机销售鸣锣开道	7
2.6 集团风能公司 49%的股权存在注入的想象空间	7
2.7 公司风电业务收入预测.....	7
3. 核泵业务将成为公司业绩增长的又一亮点	8
3.1 传统水泵业务增长确定.....	8
3.2 核泵业务蓄势待发.....	8
3.3 长泵业务收入预测.....	9
4. 电机业务正在开拓新的利润增长点.....	9
4.1 交流电机向冶金、石化防爆、水泥行业拓展	9
4.2 直流电机业务保持稳步增长	10
4.3 原材料价格波动造成一定的成本压力	10
4.4 公司电机业务收入预测.....	11
5. 费用控制对业绩弹性大.....	11
6. 估值与投资建议	12
7. 风险因素	12
7.1 公司风电销售低于预期.....	12
7.2 原材料价格上涨风险	12

1 主营业务

1.1 风电业务已成为公司收入主要来源

公司是我国电工行业综合技术优势和产品配套能力最强的企业之一，公司机电一体化的开发研制和生产制造能力在国内同行业处于领先地位。公司最早的业务主要为交、直流电机以及常规水泵产品的生产与销售，2006 年公司开始介入风电业务，2007 年样机下线，2008 年小批量生产，到 2009 年实现 247 台风机销售，公司的风机业务已经初具规模。从收入构成来看，公司的交、直流电机合计收入构成公司 2006 年的 55% 下降到 2009 年的 24%，风电业务收入构成 2009 年达到 55%，我们预计 2010 年还将继续上升。从毛利构成来看，交、直流电机毛利构成从 2006 年的 65% 下降到 2009 年的 17%，风机业务 2009 年毛利构成达到 53%，预计 2010 年将达到 59%，公司的风电业务已经成为公司收入和利润贡献的主要来源。

图 1 公司各项业务收入及毛利构成



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2. 风电业务规模效应开始凸显

2.1 实现二级梯队向国家队的完美转身

风电行业的产能过剩趋势非常明显，我们预计未来的风电年均装机容量大约为 1200-1500 万千瓦，目前整机制造企业已超过 70 家之多，但是开始小批量生产的企业数量有 10 多家，还有 40 多家企业产品在试运行中，仅前几家大企业的产能就能够满足未来风电新增装机需求，风电行业的整合趋势不可避免。风电整机制造企业梯度划分明显，进入发改委同意招标程序的企业为第一梯队企业，进入第一梯队意味着质量和规模达到领先水平，将在未来的竞争中占据有利地位，而第二、三梯队企业面临淘汰的可能。

表 1 主要风机制造企业产能汇总

机型	金风科技	华锐	东方电气	浙江运达	上海电气	湘电股份	汇总	总容量
750KW	300			300			600	450
1.25MW					200		200	250
1.5MW	2000	2000	1140	450			5,590	8,385
2MW					300	1000	1,300	2,600
3MW		40					40	120
总计							7,730	11,805

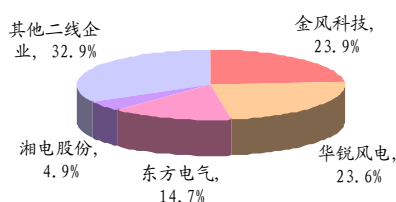
资料来源：东方证券研究所

表 2 特许权招标中标企业及中标容量

第五批特许权(2007 年 9 月)			酒泉特许权(2008 年 7 月)			第六批特许权(2009 年 5 月)		
企业	中标量(万千瓦)	占比	企业	中标量(万千瓦)	占比	企业	中标量(万千瓦)	占比
华锐	45	47%	华锐	179	47%	华锐	200.5	38%
东汽	20	21%	东汽	115	30%	东汽	147.45	28%
金风	30	32%	金风	81	21%	金风	77.55	15%
						湘电	35	7%
						明阳	30	6%
						运达	25	5%
其他	0	0%	其他	5	1%	国电	15	3%
总量	95	100%	总量	380	100%	总量	530.5	100%

资料来源：东方证券研究所

湘电风能 2006 年增发募集资金开始介入风电整机及零部件业务，相比于金风、华锐，起步稍晚，2008 年前一直属于第二梯队。但得益于公司的准确定位--直接开发大容量直驱式风机，自 08 年小批量投产以来，试运行情况很好。在 2009 年 5 月第六批特许权招标中，中标 35 万千瓦，中标金额超过 15 亿，成功晋升到风电整机制造国家队。依据发改委最新数据统计，湘电已经成为第四大风电整机制造商。在风电整机“扶大压小”的政策环境下，湘电已经进入政策鼓励扶持的企业范围。

图 2 风电整机企业 2009 年市场份额


资料来源：东方证券研究所

2.2 低基数高增长，盈利能力可持续

目前，除了湘潭的整机制造基地有 300 台的产能外，福建漳州的制造基地也将投产，产能达到 1000 台。按照公司计划及接单情况，08 年交付 60 台，09 年交付约 250 台，2010 年预期交货量超过 500 台，目前公司在手订单较多，有预付款的定单超过 200 台。风电零部件配套企业产能增长较快，预计 08 年零部件配套不足以支撑订单的局面也不会出现。因此，风能公司明年销售收入大幅增长具有确定性，且增速远超前三大风电整机制造企业。

风电业务盈利能力将有保证。市场普遍担心风能公司的持续盈利能力，我们认为风能公司的净利润率水平有望保持在 7% 的水平。风电整机行业由于产能过剩而引发激烈竞争，产品价格不断走低，行业内龙头

企业金风科技 1.5MW 产品的订单价格从 2008 年的 6398 元/KW 降低到 2009 年的 5399 元/KW, 公司 2MW 产品的价格也由 2008 年的 6300 元/KW 降低到 2009 年的 5300 元/KW, 降幅高达 16%。市场由此担心风能公司 2010 年的盈利能力。

表 3 金风科技 1.5MW 风机产品典型订单

金风科技	2008 年 7 月 14 日	2008 年 7 月 14 日	2008 年 7 月 17 日	2009 年 5 月 20 日	2009 年 8 月 18 日	2009 年 11 月 10 日
合同金额(亿元)	6.33	3.26	7.01	4.05	10.85	5.43
台数	66	34	73	50	134	67
总容量(MW)	99	51	110	75	201	101
含税价格(元/KW)	6,398	6,398	6,398	5,399	5,399	5,399

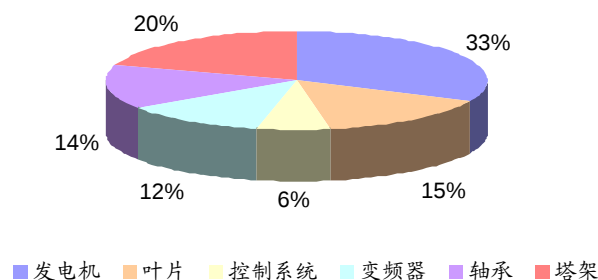
资料来源：东方证券研究所

风电整机订单和交货订单之间的确存在一定的 0.5-1 年的时滞, 但我们认为湘电风能的盈利能力将更多的体现在公司对各零部件的控制能力以及规模效应上。从公司整机主要零部件成本构成来看, 直驱发电机约占 32%, 变频器约 12%, 配套轴承(主轴、变桨和偏航)占 15%, 叶片约 15%、电控系统约 6%, 塔架约占 20%, 直驱永磁发电机是湘电的传统优势主业, 2007 年 11 月公司研制的 2MW 永磁同步风机下线, 目前公司具备直驱式永磁风力发电机的批量生产能力, 可以满足 2MW 直驱式风电整机的风机需求。此外公司具备 1000 台双馈发电机的产能, 为双馈风力发电整机企业供货。

08 年, 公司与美国 Timken 公司合资成立铁姆肯湘电, 09 年 9 月份开始投产, 2010 年具备 300 套的生产能力。我们预计可以为风能公司提供 200 套轴承, 随着轴承用钢国产化率的逐步提升, 预计轴承价格将有所降低。

湘电风能公司的变频器先前主要从 ABB 公司采购, 而目前风能公司变频器已完成开发, 并于 09 年初在大唐漳州风电有限公司六鳌风电场进行工业运行试验, 预计 2010 年 1 月实现配套量产。

图 3 公司风机零部件成本构成



资料来源：东方证券研究所

至此, 除叶片外, 公司已经基本具备各关键配套零部件的生产能力, 产业一体化优势明显, 在行业整合竞争中处于优势地位。根据我们的测算, 即便考虑产品价格下降因素, 公司风能公司的毛利率基本维持 15.5%左右的水平, 净利率水平维持在 7%左右。

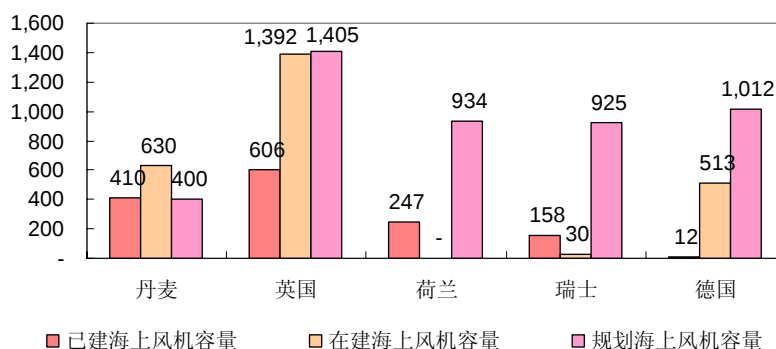
2.3 拥有自主知识产权, 具备远销海外的通行证

2MW 直驱式风电整机引进原股东日本原弘产株式会社的技术，公司具有自主知识产权，相比于国内大多数买入国外技术的风电企业，公司产品可以出口。此外，公司正进行 3.6MW、5MW 永磁低速同步风力发电机、变桨偏航控制系统等风电关键零部件的研发工作。整机方面公司正与英国 GARRAD HASSAN 公司合作开发 3.6MW 以上的大型风机。海外市场的主流机型为 1.5-3MW 风机，湘电的 2MW 风机恰好为主流机型，具备很强的竞争能力。海外市场风电整机的价格为 9000-10000 元/KW，远高于国内 5000-6000 元/KW 的水平。公司在国内站稳脚跟以后，开始瞄准海外市场，我们预计 2010 年为市场开发阶段，2011 年后可能带来明显收入。

2.4 布局 5MW 海上风电机组，技术水平全球领先

湘电风能以 1000 万欧元收购欧洲达尔文公司，达尔文公司正在进行 5MW 海上风机的研究及试制工作，公司获得了 DD115-5MW 海上风机的知识产权。这个机型获得欧洲风能协会专家的高度评价，预计 2010 年上半年完成试制工作，预期两台 5MW 风机将于 2010 年中下线并开始试运行。目前国内华锐风电开发出 3MW 海上风机，湘电在 5MW 海上风机上不仅处于国内领先也处于世界领先水平。海上风电发展最快的国家在英国、丹麦、德国等欧洲国家，收购达尔文公司后，公司也取得了进驻欧洲市场的敲门砖。海上风电迟迟未发展的主要原因是海上风电整机制造技术不成熟，海上风机安装非常困难，由于地理位置原因使得维修成本过高，达尔文公司开发的机型的独特设计使得安装和维修难度大大降低，海上风机市场可能就此引爆。

图 4 主要国家海上风电装机容量及装机计划



资料来源：东方证券研究所

表 4 中国海上风电装机规划

风电场		在建或已建	已有规划
河北	沧州	5 万千瓦	100 万千瓦
山东	威海		110 万千瓦
	长岛		150 万千瓦
江苏	响水		100 万千瓦
	连云港		200 万千瓦
	如东	3 万千瓦	250 万千瓦
上海	东海大桥	10 万千瓦	
	奉贤		40 万千瓦
	南汇		40 万千瓦

	横沙		20 万千瓦
浙江	慈溪		150 万千瓦
	岱山		50 万千瓦
	临海		20 万千瓦
福建	六鳌		20 万千瓦
广东	南澳		30 万千瓦
	陆丰甲湖湾		125 万千瓦
	东山海		<68 万千瓦
海南	浮海风电场	2 万千瓦	100 万千瓦
合计		17 万千瓦	1710 万千瓦

资料来源：东方证券研究所

2.5 与发电集团的合作为整机销售鸣锣开道

公司与大唐发电集团合作非常紧密，研发初期，公司风机在大唐电力开发风电场试运营，第一批订单也都来自大唐电力集团。此外，湘电风能与大唐电力在福建漳州成立合资公司，湘电风能占 70% 的股权，大唐电力入股 30%。此外，近日，湘电风能又与华电集团新能源发展公司签署战略合作协议，在技术、项目和市场开发上进行全面的合作。华电新能源以风电项目为发展龙头，已在内蒙古、新疆、甘肃、吉林、黑龙江等十多个省市取得风场资源，累计占有风电资源量超过 1800 万千瓦。与发电集团的良好关系将有利于公司未来风机产品的销售。

2.6 集团风能公司 49% 的股权存在注入的想象空间

目前，上市公司仅持有湘电风能 51% 的股权，湘电集团持有 49% 的股权，并将股权交由上市公司托管。湘电风能的原股东日本宏出售股权时，上市公司由于资金紧张放弃了优先购买权，我们认为，为避免关联交易，股份公司未来资金充裕时可能从集团手中购入风能子公司，也有可能通过定向增发实现风能子公司整体上市。

2.7 公司风电业务收入预测

表 5 公司风电业务收入预测

		2009E	2010E	2011E
整机	销量（台）	240	530	750
	价格（万元/台）	1,000	880	836
	销售收入（万元）	240,000	466,400	627,000
	毛利率	16%	15.50%	15.50%
2MW 永磁发电机	销量（台）	240	530	750
	价格（万元/台）	269	258	245
	销售收入（万元）	64,615	136,803	183,910
	毛利率	18%	15%	15%
1.5MW 级风力发电机	销量（台）	1,000	1,100	1,300
	价格（万元/台）	45	43	41

销售收入（万元）	45,000	47,300	53,300
毛利率	20%	15%	15%
合计（万元）	349615	650503	864210

资料来源：东方证券研究所

3. 核泵业务将成为公司业绩增长的又一亮点

3.1 传统水泵业务增长确定

传统水泵业务根基深厚，细分领域优势明显，增长具有确定性。长沙水泵厂始建于 1951 年，是国家二级企业，1993 年就属于中国 500 家最大机械工业企业，是中国水泵行业五大重点企业之一，素有“南长泵，北沈泵”之说，但是长泵营业收入一度在 2 亿元徘徊。湘电股份在 2004 年收购长泵，整合效果显著，长泵打破 2 亿元的魔咒，销售收入实现快速增长，08 年长泵销售收入超过 6.5 亿，09 年上半年营业收入达到 3.87 亿，同比增长 13%。为了保持技术领先，长泵很注意与国外同行交流，与美国英格索兰、艾力考、日本荏原、日立、久保田、西岛、英国玛珀、荷兰耐荷泵业、奥地利安德里兹等国际知名制泵公司建立和保持了良好的技术交流合作关系。新产品研发上，公司采取的是“引进、消化、吸收”的路线。公司的主导产品是循环泵和凝结泵，脱硫泵也有少许产品。循环泵市场份额超过 70%，长泵是继沈泵、上海 KSB 之后第三家能生产 C720 型凝结泵的企业，且技术处于领先地位。C720 型凝结泵，是火力发电厂 60 万千瓦火电发电机组配套的三大主泵之一，标志着长泵已经稳据中国水泵生产企业第一方阵。目前公司的主要客户仍为电厂，来自电厂的销售收入约为 70%，尽管火电厂每年新增装机规模在出现下降，但是 60 万千瓦及以上的大机组、超临界、超超临界机组装机则是未来趋势，存在更新换代和新增需求，公司传统水泵业务的增长仍然具有确定性。

3.2 核泵业务蓄势待发

引入合作伙伴，开拓核泵业务，增长潜力巨大。一个 2*100 万千瓦的核电站，所需的核泵投资超过 20 亿，2020 年前中国核电装机总容量达到 7600 万千瓦以上，目前仅为 900 万千瓦，未来 10 年，中国核电新增装机容量超过 6700 万千瓦，核泵投资额 670 亿，市场容量巨大。核泵主要有核主泵、常规岛泵、核二级泵、核三级泵。目前，中国具备核泵资质的企业仅有长泵、沈泵和上海电力修造厂三家，仅生产简单的核二、三级泵，核主泵、常规岛泵市场基本由国外企业瓜分。湘电和福斯公司成立联营企业，开拓核主泵市场，福斯公司是全球生产核级泵、阀最知名的企业，且在国内仅与湘电一家合作，公司再次采取“引进技术、消化吸收”的策略，我们认为当前核电投资浪潮高涨下见效最快的策略。从招标的情况来看，长泵、湘电福斯、福斯组成联合体，竞标优势明显，2007 年 10 月，联合体中标辽宁红沿河核电站项目的混凝土蜗壳泵项目，中标金额 1.4 亿，2009 年 6 月，又中标福建宁德核电厂一期 3#、4#各 100 万千瓦机组的混凝土蜗壳泵项目，中标金额 1 亿。此外，2006 年 4 月，公司签订岭澳二期常规岛 26 台离心泵和混流泵设备供货合同，同时还签订后续工程 52 台水泵供货协议。2009 年 6 月，公司在山东石岛湾核电循环泵项目中中标约 2000 万。公司已经开始在核泵招标中小露头角。2008 年开工建设的这一批核电站中，相继启动招标程序，在国产化要求不断提高的环境下，我们预计公司中标结果将十分理想。未来十年，常规岛泵、核二、三级、核主泵都将逐步国产化，考虑其超过 600 亿的市场容量，核泵蕴含着巨大的商机，公司核泵业务将迎来爆发式增长。

表 6 国内在建拟建核电站项目（单位：万千瓦）

项目	装机容量(万千瓦)	开建时间	预计投运时间	技术堆型
泰山二期扩建	2×65	2008	2011	CNP-600
岭澳二期	2×108	2005	2011	CPR1000

在 建	阳江一期	2×108	2007	2013-2015	CPR1000
	红沿河一期	4×108	2006	2010-2014	CPR1000
	福建宁德	4×108	2008	2012-2013	CPR1000
	三门一期	2×110	2009	2013-2014	AP1000
	山东海阳	2×110	2009	2014-2015	AP1000
	台山一期	2×160	2009	2013-2015	EPR
	福清一期	2×108	2008	2013-2014	CPR1000
	方家山	2×108	2008	2013-2014	CPR1000
合计		2,618			
拟 建	广西白龙	2×108	2010	2016	CPR1000
	阳江二期	2×108	2010	2014-2015	CPR1000
	宁德二期	2×108	2010	2014-2015	CPR1000
	田湾二期	2×106	2009		AES-91（俄）
	乳山红石顶	2×108	2009	2015	CPR1000
	昌江	2×65	2010	2014-2015	CNP-650
	咸宁	2×108	2009		CPR1000
	连云港	2×108	2010	2016	CPR1000
合计		1,638			
总计		4,256			

资料来源：东方证券研究所

3.3 长泵业务收入预测

表 7 长泵业务收入预测

		2009E	2010E	2011E
常规泵	销售收入（万元）	75,550	83,105	91,416
	增长率	15%	10%	10%
	毛利率	15%	15%	15%
核泵	销售收入（万元）	5,000	20,000	40,000
	增长率		300%	100%
	毛利率	15%	18%	22%

资料来源：东方证券研究所

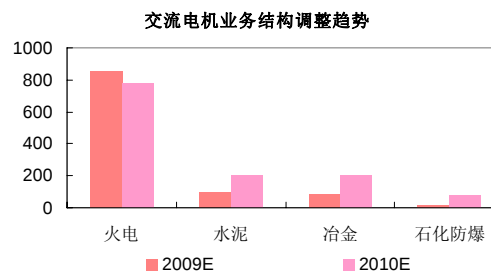
4. 电机业务正在开拓新的利润增长点

4.1 交流电机向冶金、石化防爆、水泥行业拓展

交流电机向冶金、石化防爆、水泥延伸，缓解火电市场减缓的僵局。国内规模化的交流电机厂并不多，主要有上海电机厂、湘电股份、沈阳电机厂和兰州电机厂，公司市场占有率在 13-14%，规模仅次于上海电机厂。但是公司主要客户为火电厂，超过 60% 的销售收入来自火电厂客户。限于火电厂新增装机容量降低，09 年发电量下降，火电厂建设延缓影响，仅靠火电厂，公司交流电机业务面临下滑的僵局。事实

上，公司 08 年交流电机销售收入同比降低 11%、09 年上半年降低 20%，下降速度加快。但是，公司管理层很早就意识到了火电下降的困境，重点开拓冶金、水泥和石化防爆市场。冶金方面，在 2008 年成立冶金项目部，08 年实现订单 3 亿，年底碰上金融危机，很多订单延迟，2010 年冶金市场在手订单超过 1 亿，销售收入有望实现翻番式增长。水泥市场来看，产能过剩呼声很高，但是 5000 万吨以上的水泥厂新建数量仍然不少，公司在手订单余额 4 亿，大约一半将于明年核算。石化防爆方面，公司前几年做了很多准备工作，包括认证、防爆证，现在已经进入中石化的招标目录，公司也引进了销售和技术人才，石化防爆是未来三年重点突破的市场，目前在手订单约为 1 亿。因此，我们预期交流电机在 09 年见底，其后将处于回升态势，预计 09 年交流电机销售收入降低 15%，2010 年后将实现新的增长，增速在 8-10%。

图 5 交流电机业务产品结构调整趋势



资料来源：东方证券研究所

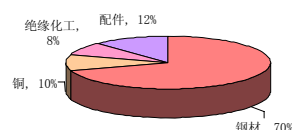
4.2 直流电机业务保持稳步增长

直流电机业务出现小幅波动，未来仍有望保持稳步增长。公司直流电机业务中军品和民品的比例大约为 6:4，军品方面应用主要为战车和军方核潜艇用直流电机，民用则主要为冶金市场，民用冶金市场占有率超过 70%。09 年中，直流电机销售收入占比下降到 10% 以下，主要是军方订单偶发性减少有关，我们认为未来军方订单仍将保持稳定，2010 年将恢复到 2008 年的水平，公司是军方指定用电机的基地之一。不过有一种可能是，直流电机没有交流电机节能，维修成本高，不排除交流电机取代直流电机的趋势，尽管如此，由于公司与直流客户的深厚关系，直流电机订单直接转化为交流电机订单，总体仍可保持稳步增长。

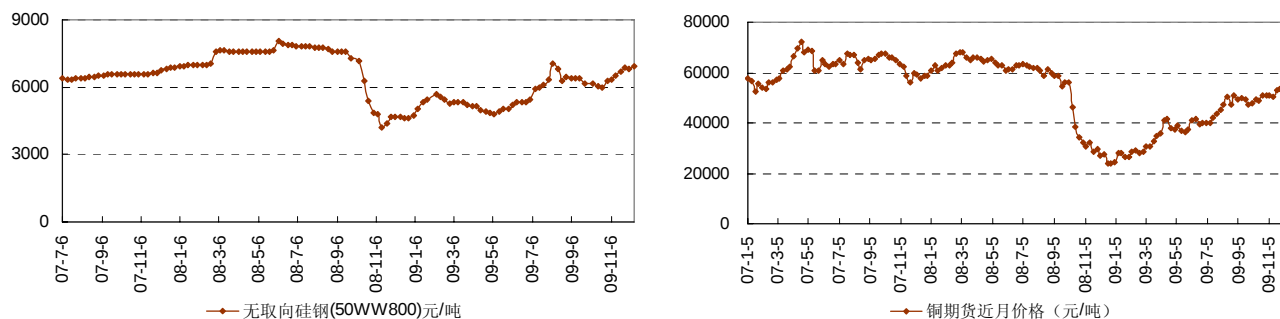
4.3 原材料价格波动造成一定的成本压力

原材料价格造成较大的成本压力。交流电机的原材料主要是钢材和铜，价格波动剧烈，09 年钢材价格处于历史低位，公司原材料价格大幅下降，09 年上半年交流电机毛利率高达 27%。但是自 2009 年 10 月，主要原材料价格均出现持续上涨趋势，2010 年预期钢材价格进一步上升，钢材占原材料成本比例约为 70%，可能会造成很大的成本压力。

图 6 电机成本构成



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 7 无取向硅钢和铜期货价格走势


资料来源：公司公告、东方证券研究所

4.4 公司电机业务收入预测

表 8 公司电机业务收入预测

		2009E	2010E	2011E
交流电机	销售收入(万元)	102,967	113,264	122,325
	增长率	-15%	10%	8%
	毛利率	26%	24%	24%
直流电机	销售收入(万元)	21,811	39,260	43,187
	增长率	-30%	80%	10%
	毛利率	28%	28%	28%

资料来源：东方证券研究所

5. 费用控制对业绩弹性大

公司管理费用率和销售费用率远高于同行，是净利润率的三倍，公司成本控制带来盈利增长的空间很大。此外，公司股本小，总股本仅为 2.35 亿，EPS 对费用控制的弹性最大。

表 9 管理费用率及比例

	湘电股份	金风科技	东方电气	上海电气
管理费用率	6.76%	3.67%	6.02%	8.15%
销售费用率	6.67%	4.31%	1.66%	3.15%
净利润(百万)	68	1,037	211	3,797
管理费用(百万)	226	237	1,684	4,803
销售费用(百万)	223	278	464	1,858
管理费用占净利润比例	334%	23%	799%	126%
销售费用占净利润比例	329%	27%	220%	49%
总股份数	235	1,400	1,002	12,508
销售收入(百万)	3,342	6,458	27,948	58,909

资料来源：东方证券研究所

6. 估值与投资建议

根据我们的盈利预测，公司未来三年的的 EPS 分别为 0.57 元、0.93 元和 1.35 元，复合增长率超过 50%，公司业绩中，超过 70%来自风电和核泵两项新能源业务，我们认为公司合理估值为 2010 年 30 倍 PE，合理股价位 27.9 元，首次评级为“买入”。

7. 风险因素

7.1 公司风电销售低于预期

风电整机行业竞争越来越激烈，湘电风能面临着产品价格下降以及产品销售不符合预期的风险。

7.2 原材料价格上涨风险

铜、钢材是公司的主要原材料，原材料价格上涨可能侵吞公司的盈利，存在一定风险。

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

邹慧：电力设备行业资深分析师

曾朵红：电力设备行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn