

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯 舜

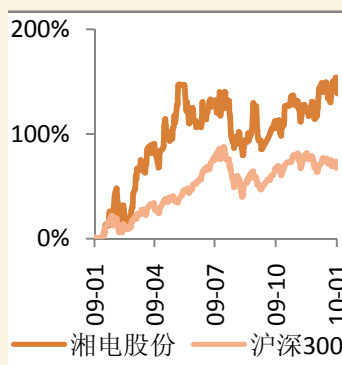
Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

刘昭亮

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: lzl2581@xcsc.com



基本数据(01.21)

收盘价(元)	23.81
总股本(百万股)	235
流通股本(百万股)	235
总市值(亿元)	55.95
流通市值(亿元)	55.95
PE ^{TTM}	41.69
每股净资产	4.42
评级:	买入
目标价:	35元

www.xcsc.com

湘电股份(600146): 云初起，风满楼

事件:

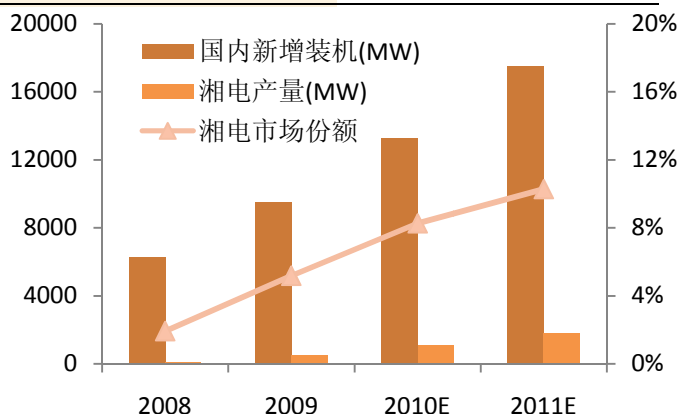
1月20日，我们与湘电股份董秘就公司的近期经营状况和发展战略进行了沟通。

主要观点:

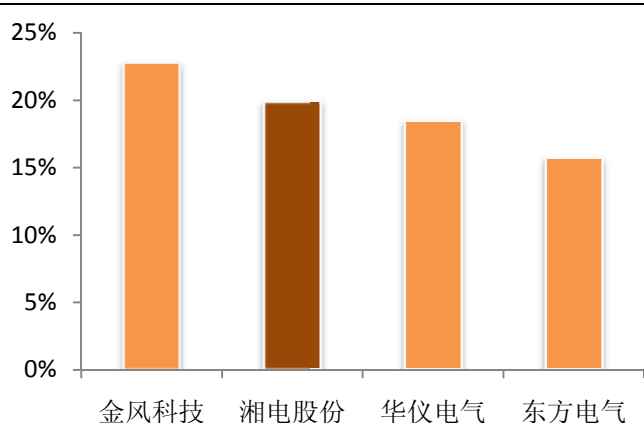
- 直驱永磁风机业务仍将保持高速增长。
- 直驱机型的竞争优势明显，市场拓展形势乐观。
- 产品单价预期将继续下降，毛利率将有所下滑。
- 供应链趋于完善，国产化率可进一步提升。
- 后续机型研发进度持续推进，未来前景强烈看好。
- 海外市场未雨绸缪，目前尚无实质进展。
- 集团计划投资风电场，改进盈利模式。
- 公司战略规划明确，具有做大做强的意愿和实力。
- 核泵业务已有基础，核岛泵业务或将在明年有所突破。
- 其他业务稳定成长。
- 配股偿还银行贷款和补充流动资金，公司财务费用将显著降低。
- 维持公司的“买入”评级。

主要财务指标(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3342	5028	8800	13040
收入同比(%)	26%	50%	75%	48%
归属母公司净利润	59	133	249	357
净利润同比(%)	-19%	126%	87%	44%
毛利率(%)	15.7%	19.9%	18.3%	18.2%
ROE(%)	4.9%	10.2%	16.0%	18.7%
每股收益(元)	0.25	0.57	1.06	1.52
P/E	79.32	35.05	18.77	13.06
P/B	3.91	3.58	3.01	2.45
EV/EBITDA	49	14	7	4

- **直驱永磁风机业务仍将保持高速增长。**公司 2009 年 2MW 直驱永磁风机总计销售 246 台，略低于 300 台的目标，主要是受到了产能过剩之争的影响。目前公司在手订单约 300 台，预计今年全年销量将在 500-600 台，明年在 800-1000 台，保持每年 300 台左右的高速增长。09 年公司风机的市场占有率在 5% 左右，2011 年有望超过 10%，打入国内陆上风机的第一梯队。

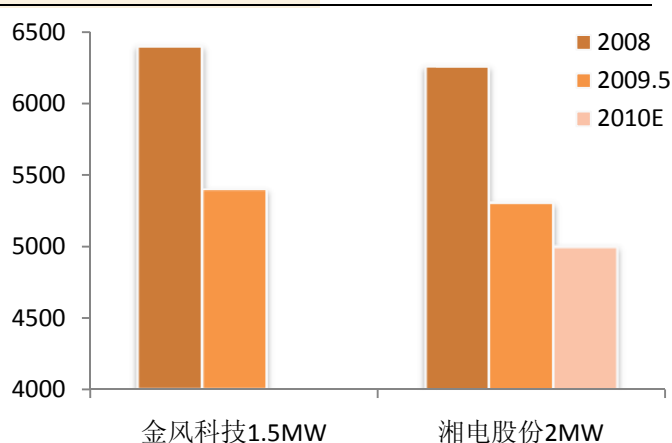
图 1、公司整机市场份额预计将明显提升


数据来源：GWEC、湘财证券研究所

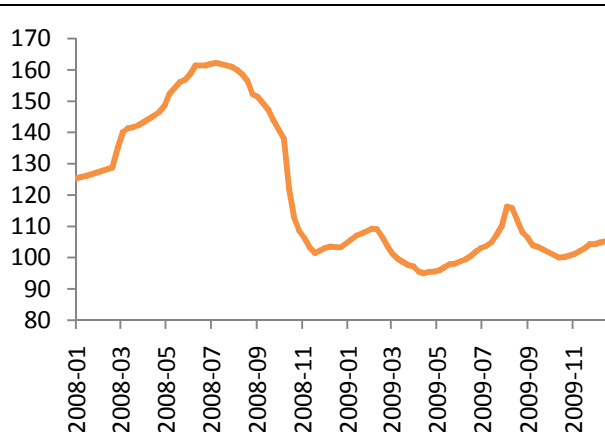
图 2、公司整机毛利率在行业中处于较高水平


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

- **直驱机型的竞争优势明显，市场拓展形势乐观。**直驱永磁风机目前价格基本与双馈风机相同，且免去了齿轮箱的安装、维护费用，具有较高的竞争优势。公司目前处于运行状态的直驱风机均未出现质量问题，市场认可程度较高，这也为公司陆上风机的市场份额扩大提供了坚实保证。

图 3、整机合同价格呈下降趋势 (元/KW)


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 4、中钢协钢材综合价格指数


数据来源：Wind、湘财证券研究所

- **产品单价预期将继续下降，毛利率将有下滑。**由于竞争激烈，公司预期今年产品单价将继续下滑，目前市场上较低的报价已降至 4800 元/kw 左右，降幅约在 10%。另外，由于钢铁、铜等原材料价格的上涨，产品的生产成本将有所上升，我们预期毛利率将从目前的 20% 下滑至 17%。

- **供应链趋于完善，国产化率可进一步提升。**目前公司在研的变流器可在 2011 年实现规模生产；而随着三月份铁姆肯湘电轴承的投产，今年将提供 200-300 套轴承，一方面可缓解轴承的供应链瓶颈，另一方面也可间接降低整机成本。公司的电机产能也正处于扩产阶段，一期工程产能可达 1000 台直驱电机，针对未来的 5MW 风机亦有二期工程进行配套。

表 1、公司风机零部件供应体系

主轴承	电机	变流器	电控系统	叶片	铸件
IMO、铁姆肯湘电轴承	湘电电机事业部	ABB，目前湘电研发中	ABB	LM、中复、湘电自产	陕柴重工

数据来源：《2008 年风机部件制造商调查报告》、湘财证券研究所

- **后续机型研发进度持续推进，未来前景强烈看好。**2.5MW 的陆上风机将在今年 11 月份推出样机，而从达尔文公司获得的 5MW 海上风机也将在 10 月份推出两台样机，计划分别在上海和欧洲进行试运行。公司在海上风机的推出进度方面超出预期，有望依赖 5MW 机型成为海上风机的龙头企业。

表 2、湘电风机业务扩张路线图

项目/公司(产能)	2008	2009	2010	2011
直驱整机(1500 台)	60 台	246 台	500-600 台	800-1000 台
本部 2MW 直驱永磁电机	产能 300 台	→ 产能 1800 台		
本部 1.5MW 双馈电机	产能 1000 台	→ 产能 3500 台		
2.5MW 陆上风机			完成设计、	小批量生产
5MW 海上风机			样机生产	

数据来源：公司公告、公开信息、湘财证券研究所

- **海外市场未雨绸缪，尚无实质进展。**国内风机市场空间有限，公司已在计划拓展海外市场；根据湘电大唐公司的规划，今年末要开始进入国际市场，未来的出口比例要达到 30%。
- **盈利模式求变。**湘电集团已在筹划建立风电投资公司，通过对风电场的建设、运营，消化股份公司的部分整机产能，同时也可通过风电场的转让获取利润。这种经营模式规划与金风科技和天威集团的做法类同，预期对公司的风机销量和售价都有正面的促进作用。
- **公司战略规划明确，具有做大做强的意愿和实力。**公司未来的发展明确定位于风电整机产品，目标是成为国内最大的风机制造商。2010 年预计实现 90 亿的销售规模，到 2015 年要达到 400 亿，业绩增长将主要在风力发电系统业务。近半年公司在内蒙、新疆、甘肃、福建等地都有布局意向，可为未来进一步扩张奠定基础。

表 3、公司近期重要事件

时间	来源	事件	拟投资	描述
08.12.11	公司公告	乌市察哈尔工业园风电总装项目	2.5 亿元	年产 2 兆瓦永磁直驱风电机组 300 台，湘电风能计划于 2009 年 4 月进行项目建设，并于 2009 年 10 月底前竣工投产
09.7.14	公司公告	公司与湘电集团增资湘电风能	5.9 亿元	公司出资 3.009 亿元、湘电集团出资 2.891 亿元，湘电风能的注册资本由 3.1 亿元提升至 9 亿元
09.8.22	新闻报道	湘电集团与甘肃签署合作协议	5.5 亿	在白银市联合组建甘肃星火湘电风能设备制造有限公司，规划 500 台 2MW 直驱永磁风机整机，一期 100 台
09.9.10	新闻报道	湘电、大唐与台湾东元共建漳州风电机组	1500 万美元	持股比例 4:3:3，2MW 整机产能 500 台，以具有互补性的东元的永磁高效能马达和湘电直驱式马达为主，今后规划生产 3.6 MW 和 5 MW 风机
09.9.12	公司公告	公司拟新增建设投资，用于电机产能扩张	62082 万元	年产风力发电机 4000 台，其中兆瓦级直驱式永磁风力发电机 1500，兆瓦级双馈异步风力发电机 2500 台。项目计划 2011 年建成并投产，2012 年达产
09.9.29	公司公告	收购荷兰达尔文公司	1000 万欧元	达尔文公司从事 5MW 直驱海上风机研究，机型设计完成 85%，部分部件已经完成了试制和试验
09.11.10	新闻报道	与通辽市、开鲁县政府签署制造项目协议	60 亿元	集团在开鲁建设产业化基地和重型装备制造产业基地；湘电风能在开鲁建设风电设备制造项目，一期建成后年产 200 台/套，约实现年销售收入 20 亿元
09.11.25	公司内部新闻	与内蒙通辽签订风电建设合作协议		通辽风电项目建设中，优先采用湘电的整机产品

数据来源：公司公告、公开信息、湘财证券研究所

- **核泵业务已有基础，核岛泵业务或将在明年有所突破。**公司核泵曾在红沿河、宁德 1/2 号、3/4 号、石岛湾、巴基斯坦恰希玛项目中中标，09 年 12 月与福斯公司联合中标阳江核电一期 1.6 亿元的循环水泵，目前在手订单 4 亿元左右。公司计划与福斯公司进一步在高端的核岛泵方面寻求突破，未来有望收受益于国内核电站的大规模建设。
- **其他业务稳定成长。**公司还有 1.5MW 的双馈异步电机、军工产品、水泵、地铁控制系统等其他业务，根据我们了解到的情况，这些业务也将保持稳定的业绩增长。
- **配股偿还银行贷款和补充流动资金，公司财务费用将显著降低。**公司资产负债率高达 74%，募资 10 亿元补充现金流和偿还银行贷款后，公司财务费用将显著降低，有利于公司净利润的提升。

➤ 维持公司的“买入”评级。不考虑公司配股对于 EPS 的影响，我们将公司 09、10、11 年 EPS 分别调整为 0.57、1.07 和 1.52 元，给予买入评级。具体分业务预测见下表，不考虑股本变动的三表预测见下页。

表 4、公司分业务盈利预测

	2009	2010	2011	2012
2MW 直驱永磁风机(台)	246	550	900	1200
单价(元/KW)	5300	5000	4800	4800
收入(亿元)	26.076	55	86.4	115.2
毛利率	20%	17%	17%	17%
双馈风电电机(台)	1000	2000	3000	3500
单价(万元/台)	42	40	40	40
收入(亿元)	4.2	8	12	14
毛利率	28%	28%	28%	28%
水泵				
收入	8	10	14	18
毛利率	15%	15%	15%	15%
其他(电机和军工产品)				
收入	12	15	18	21
毛利率	20%	20%	20%	20%
总收入	50.276	88	130.4	168.2
成本	40.2848	71.91	106.652	137.796
总毛利率	19.87%	18.28%	18.21%	18.08%

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3516	3532	5584	8339	营业收入	3342	5028	8800	13040
现金	837	687	1163	2224	营业成本	2816	4028	7191	10665
应收账款	1047	1358	2388	3541	营业税金及附加	10	15	26	39
其他应收款	135	222	399	575	营业费用	223	343	593	881
预付账款	295	278	534	828	管理费用	226	350	380	400
存货	1141	920	982	988	财务费用	64	52	41	4
其他流动资产	61	67	118	184	资产减值损失	23	18	20	20
非流动资产	1516	2188	2818	3380	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	92	122	129	121	投资净收益	1	5	6	8
固定资产	898	1579	2243	2870	营业利润	-19	226	555	1040
无形资产	135	80	19	-46	营业外收入	119	60	40	80
其他非流动资产	390	406	427	435	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	5032	5720	8402	11720	利润总额	97	283	592	1116
流动负债	3529	4046	6258	8769	所得税	29	42	89	279
短期借款	1049	1038	993	984	净利润	68	241	503	837
应付账款	811	1025	1872	2805	少数股东损益	9	108	254	480
其他流动负债	1669	1983	3393	4980	归属母公司净利润	59	133	249	357
非流动负债	78	33	0	-31	EBITDA	105	356	715	1206
长期借款	20	-7	-41	-73	EPS (元)	0.25	0.57	1.06	1.52
其他非流动负债	58	40	41	42	主要财务比率				
负债合计	3608	4079	6258	8738	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	232	340	594	1074	成长能力				
股本	235	235	235	235	营业收入	25.8%	50.5%	75.0%	48.2%
资本公积	685	685	685	685	营业利润	-123.8%	1092.6%	145.3%	87.3%
留存收益	271	381	630	987	归属于母公司净利润	-19.1%	126.3%	86.7%	43.7%
归属母公司股东权益	1192	1301	1550	1907	获利能力				
负债和股东权益	5032	5720	8402	11720	毛利率(%)	15.7%	19.9%	18.3%	18.2%
现金流量表					净利率(%)	1.8%	2.6%	2.8%	2.7%
单位:百万元					ROE(%)	4.9%	10.2%	16.0%	18.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	2.0%	12.8%	28.4%	51.5%
经营活动现金流	84	763	1341	1833	偿债能力				
净利润	68	241	503	837	资产负债率(%)	71.7%	71.3%	74.5%	74.6%
折旧摊销	60	78	120	162	净负债比率(%)	31.37%	26.26%	15.91%	10.94%
财务费用	64	52	41	4	流动比率	1.00	0.87	0.89	0.95
投资损失	-1	-5	-6	-8	速动比率	0.66	0.64	0.73	0.83
营运资金变动	-12	328	561	692	营运能力				
其他经营现金流	-94	69	123	146	总资产周转率	0.77	0.94	1.25	1.30
投资活动现金流	-8	-777	-749	-729	应收账款周转率	3	4	4	4
资本支出	308	800	800	800	应付账款周转率	4.38	4.39	4.96	4.56
长期投资	43	30	7	-9	每股指标(元)				
其他投资现金流	343	53	58	63	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.57	1.06	1.52
筹资活动现金流	93	-136	-116	-44	每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	3.24	5.71	7.80
短期借款	249	-10	-45	-9	每股净资产(最新摊薄)	5.07	5.54	6.60	8.12
长期借款	-50	-27	-35	-32	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	79.32	35.05	18.77	13.06
资本公积增加	25	0	0	0	P/B	3.91	3.58	3.01	2.45
其他筹资现金流	-132	-99	-36	-2	EV/EBITDA	49	14	7	4
现金净增加额	170	-150	476	1060					

□ 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

□ 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。