

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

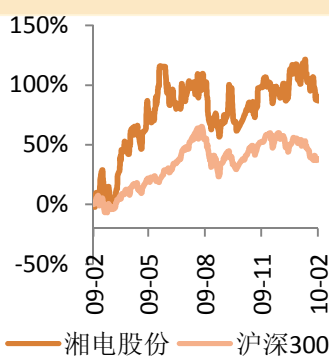
Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

刘昭亮

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: lzl2581@xcsc.com



基本数据(02.09)

收盘价(元)	21.20
总股本(百万股)	235
流通股本(百万股)	235
总市值(亿元)	49.82
流通市值(亿元)	49.82
PE TM	37.86
每股净资产	5.39

评级:	买入
目标价:	35元

相关报告:

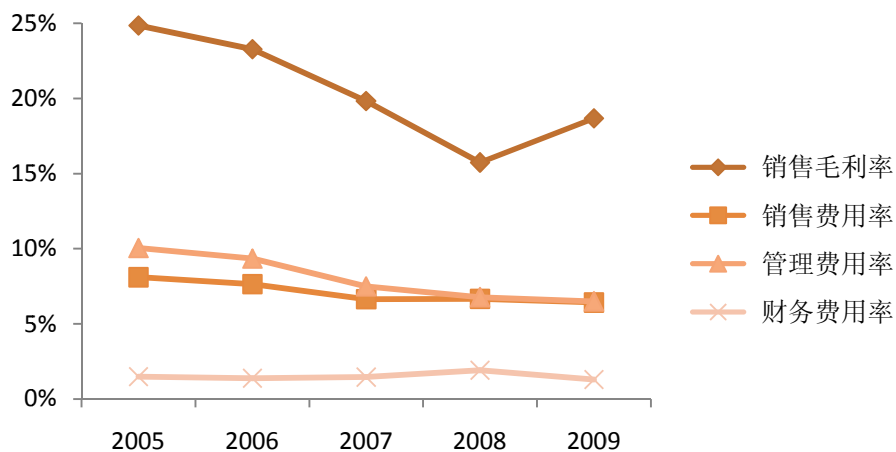
云初期，风满楼——湘电股份调研报告，2010.1.22

投资要点

- 公司发布2009年年报，EPS为0.56元。公司全年实现营业收入51.17亿元，同比增长53.13%，主要原因是09年公司的直驱永磁风机产量出现大幅增长，由08年的60台飙升至09年的246台；公司实现净利润1.32亿元，同比增长124.79%，主要原因在于风机大规模量产，导致毛利率上升，从08年的15.72%上升至09年的18.67%。
- 风机业务业绩符合预期，未来仍将是公司的亮点。从分业务的业绩上看，风力发电系统增长了303.84%，是造成公司收入和利润增长的主要原因，占到了公司总营收的56.34%。交流电机业务营收9.61亿元，下降15.34%；水泵业务营收6.69亿元，增长1.79%；直流电机、城轨牵引系统、备件等业务均持平或略有下降，对公司的业绩贡献不大。未来公司的业绩提升仍将依赖直驱永磁风机的销量提升。
- 风机产品订单充足，今年仍将保持高增速。公司2MW的直驱永磁风机目前在手订单300台，4月份后预计确认订单可达500-600台，风机业务的增长速度仍将超过100%。随着生产规模的进一步扩大，以及公司在供应链体系上的进一步成熟，毛利率有望进一步提升，缓解中标价格下跌的不利影响，保证公司的长期盈利能力。
- 三项费用率保持稳定，显示公司具有较为成熟的管理和营销体系。公司09年的三项费用率分别为6.4%、6.5%和1.3%，相比08年的6.7%、6.8%、1.9%稳中有降，显示公司的管理和营销体系均较为成熟，具有较强的成本控制能力。
- 海上风机年末开始挂网运行，提升公司未来盈利预期。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。
- 核泵业务有望成为新的看点。公司的子公司湘电长泵正与美国福斯公司在高端的核岛泵方面合作，未来有望获得核岛泵的生产资质。核电站建设中约有10%的投资是用于核泵、水泵等设备，随着我国核电站建设的大规模启动，公司介入此领域有望充分享受市场规模扩大带来的机遇。
- 国务院批准湘潭市2010-2020年总体规划。拟大力发展高新技术、科教、文化旅游产业。公司作为当地的大型新能源企业，无疑将会受益于地方的产业政策。
- 维持公司买入评级。公司年报中，2010年计划实现营业收入76.8亿元，净利润1.72亿元。我们认为上述业绩目标相对保守，根据我们的分业务业绩预测，不考虑增发，维持对公司10、11、12年EPS1.06、1.52、1.76元的预计，维持“买入”评级，6-12个月目标价35元。
- 风险因素。2MW风机产量未能达到预期；5MW海上风机产品不能顺利打开市场；其他业务的销售进一步缩水。

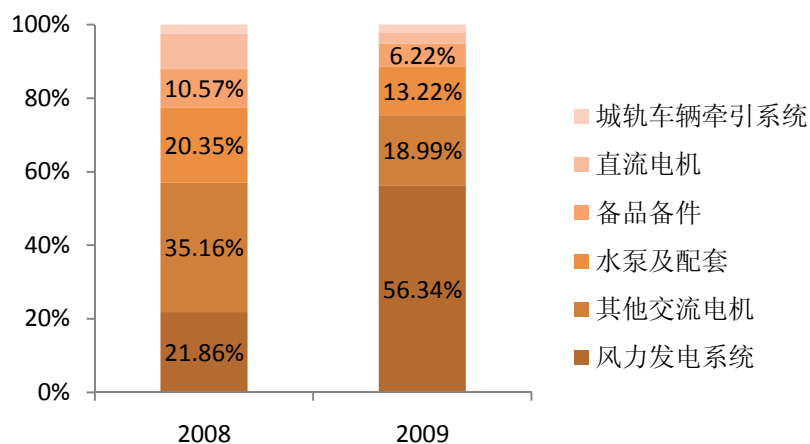
主要财务指标(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5117	8800	13040	16820
收入同比(%)	53%	75%	48%	29%
归属母公司净利润	132	249	357	414
净利润同比(%)	125%	87%	44%	16%
毛利率(%)	18.7%	18.3%	18.2%	18.1%
ROE(%)	10.1%	16.0%	18.7%	17.8%
每股收益(元)	0.56	1.06	1.52	1.76
P/E	37.69	18.77	13.06	12.03
P/B	3.81	3.01	2.45	2.15
EV/EBITDA	16	7	4	4

图 1、近五年三项费用率呈下降趋势，毛利率有所回升



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2、公司收入结构向风机倾斜



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 1、分业务业绩预测

	2010E	2011E	2012E
2MW 直驱永磁风机(台)	550	900	1200
单价 (元/KW)	5000	4800	4800
收入(亿元)	55	86.4	115.2
毛利率	17%	17%	17%
双馈风电电机(台)	2000	3000	3500
单价 (万元/台)	40	40	40
收入(亿元)	8	12	14
毛利率	28%	28%	28%
水泵			
收入(亿元)	10	14	18
毛利率	15%	15%	15%
其他(电机和军工产品)			
收入(亿元)	15	18	21
毛利率	20%	20%	20%
总收入(亿元)	88	130.4	168.2
成本(亿元)	71.91	106.652	137.796
总毛利率	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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4956	5584	8339	10890	营业收入	5117	8800	13040	16820
现金	1697	1163	2224	3338	营业成本	4162	7191	10665	13780
应收账款	1756	2388	3541	4562	营业税金及附加	17	26	39	50
其他应收款	39	399	575	749	营业费用	329	593	881	1137
预付账款	133	534	828	1034	管理费用	332	380	400	500
存货	1138	982	988	975	财务费用	67	41	4	-44
其他流动资产	194	118	184	231	资产减值损失	21	20	20	20
非流动资产	1866	2818	3380	3916	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	117	129	121	124	投资净收益	8	6	8	7
固定资产	1037	2243	2870	3461	营业利润	197	555	1040	1384
无形资产	130	19	-46	-108	营业外收入	11	40	80	0
其他非流动资产	583	427	435	438	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	6823	8402	11720	14805	利润总额	205	592	1116	1380
流动负债	4322	6258	8769	10853	所得税	31	89	279	345
短期借款	1306	993	984	987	净利润	174	503	837	1035
应付账款	1291	1872	2805	3593	少数股东损益	42	254	480	621
其他流动负债	1725	3393	4980	6274	归属母公司净利润	132	249	357	414
非流动负债	619	0	-31	-65	EBITDA	343	715	1206	1544
长期借款	495	-41	-73	-106	EPS (元)	0.56	1.06	1.52	1.76
其他非流动负债	124	41	42	42	主要财务比率				
负债合计	4941	6258	8738	10789	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	574	594	1074	1695	成长能力				
股本	235	235	235	235	营业收入	53.1%	75.0%	48.2%	29.0%
资本公积	693	685	685	685	营业利润	938.6%	145.3%	87.3%	33.1%
留存收益	380	630	987	1401	归属于母公司净利润	124.8%	86.7%	43.7%	15.9%
归属母公司股东权益	1308	1550	1907	2321	获利能力				
负债和股东权益	6823	8402	11720	14805	毛利率(%)	18.7%	18.3%	18.2%	18.1%
现金流量表					净利率(%)	1.8%	2.6%	2.8%	2.7%
单位: 百万元					ROE(%)	10.1%	16.0%	18.7%	17.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	12.0%	28.4%	51.5%	72.1%
经营活动现金流	181	1341	1833	1846	偿债能力				
净利润	174	503	837	1035	资产负债率(%)	72.4%	74.5%	74.6%	72.9%
折旧摊销	79	120	162	204	净负债比率(%)	36.93%	15.91%	10.94%	8.57%
财务费用	67	41	4	-44	流动比率	1.15	0.89	0.95	1.00
投资损失	-8	-6	-8	-7	速动比率	0.88	0.73	0.83	0.91
营运资金变动	-123	561	692	522	营运能力				
其他经营现金流	-8	123	146	136	总资产周转率	0.86	1.25	1.30	1.27
投资活动现金流	-199	-749	-729	-743	应收账款周转率	3	4	4	4
资本支出	299	800	800	800	应付账款周转率	3.96	4.96	4.56	4.31
长期投资	-10	7	-9	3	每股指标(元)				
其他投资现金流	91	58	63	60	每股收益(最新摊薄)	0.56	1.06	1.52	1.76
筹资活动现金流	679	-116	-44	12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	5.71	7.80	7.85
短期借款	258	-45	-9	3	每股净资产(最新摊薄)	5.57	6.60	8.12	9.88
长期借款	475	-35	-32	-33	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.69	20.05	13.95	12.03
资本公积增加	7	0	0	0	P/B	3.81	3.21	2.61	2.15
其他筹资现金流	-62	-36	-2	42	EV/EBITDA	16	8	4	4
现金净增加额	662	476	1060	1115					

□ 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。