

市场有风险，投资需谨慎。

09 年报点评

湘电股份 (600416)

推荐 (维持)

期待传统业务走出困境，维持“推荐”评级

2010 年 02 月 10 日

电力设备行业

何本虎

86-755-22622283

Hebenhu001@pingan.com.cn

事项

2 月 10 日，公司公布 2009 年报，实现收入 511,706 万元，同比增长 53.2%，实现净利润 13220 万元，同比增长 125%，每股收益为 0.56 元。另外，拟实施 10 股派发 1.5 元的分配。

主要观点

■ 风电业务是快速增长的核心力量

2009 年，公司实现收入 511706 万元，同比增长 53%。其中，风电业务实现收入 285072 万元，同比增长 304%，毛利率 16.5%，同比提高 7 个百分点，是业绩增长的核心驱动力。

相对而言，传统业务表现一般，除了水泵业务实现收入与上年基本持平外，传统的交流电机和直流电机业务都出现显著的收入下降。

从利润贡献结构看，风电成套实现权益净利润为 5000 万元左右，再考虑风机的利润贡献，预计合计达到 6000 万元，利润贡献比例接近 50%。传统的交流电机虽然收入下降 15%，但毛利率提高超过 13 个百分点，也是利润贡献的主要来源。

图表 1 09 年细分产品财务数据一览表

	收入 (万元)	收入变化 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化
交流电机	96116	-15.3	31.5	13.3%
直流电机	15746	-49.5	19.7%	-20.0%
水泵	66872	1.8	17.5%	3.7%
备件	31450	-7.9	9.3%	3.1%
风电	285072	303.8	16.5%	7.0%
合计	511706	53.2	18.7%	2.5%

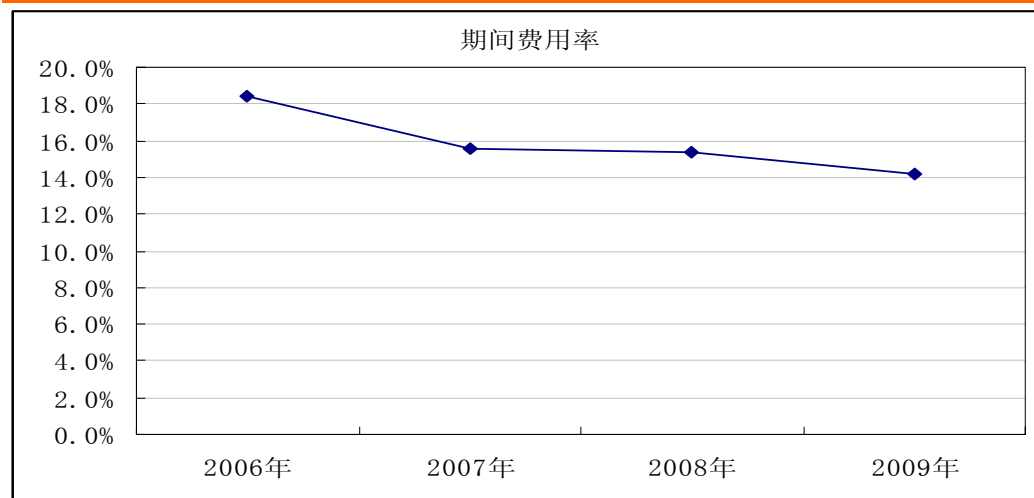
资料来源：公司公告

■ 费用率有所下降

公司 2009 年期间费用率为 14.2%，较上年的 15.3% 下降 1.1 个百分点。由于公司 2009 年的销售净利率虽然从 2.0% 提高到 3.4%，但总体水平仍不高。其中，费用率偏高是重要因素。

一方面，表明费用率下降1.1个百分点对业绩增长的重要性，另一方面，也表明期间费用率仍有改善空间。

图表2 期间费用率变化年度对比图



资料来源：平安证券、WIND

■ 期待传统业务步入增长周期

结合前面的收入结构看，风电业务目前已经成为最大的收入来源，也是最大的利润贡献者。结合行业和公司两个层面分析，有不利因素，也存在一定的有利条件。

从行业层面看，经过2007年~2009年连续的快速增长后，行业已经从快速增长进入稳步增长阶段，这是影响公司增速的一大不确定性。

公司层面看，2009年综合市场占有率处于前十名位置，大致为5%左右。由于产品具有较强的综合优势，预计占有率仍有提高空间，这也是2010年公司业绩有望维持快速增长的重要因素。

从传统业务发展的态势看，至少2009年的数据不能令人满意。我们认为，宏观经济仍处于恢复阶段的特点有较大影响，包括冶金、石化和电力的发展仍处于恢复阶段，我们预计2010年会有所好转，但期望值不宜过高。

另外，公司以前的重要利润贡献者长沙水泵，由于2009年处于搬迁阶段，出现1440万元的亏损，预计2010年情况会有所好转。

■ 业绩预测及投资评级

i、主要财务数据明细表

图表3 销售收入和毛利预测明细表（单位：万元）

	2009 年	2010E	2011E	2012E
收入（交流）	96156	105772	116349	127984
增长率	-	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	31.5%	28.0%	28.0%	28.0%
毛利	30289	29616	32578	35835
收入（直流）	15746	17321	19053	20958
增长率	-	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	19.3%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	3039	4330	4763	5239
收入（水泵）	66872	80246	96296	115555
增长率	-	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
毛利	11703	14043	16852	20222
收入（备件）	31450	34595	38055	41860
增长率	-	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	9.3%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利	2925	4151	4567	5023
收入（风电）	280000	430000	540000	650000
成套单价	1000	1000	1000	1000
数量	260	400	500	600
风机收入	20000	30000	40000	50000
毛利率	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利	46200	68800	86400	104000
收入（其他）	21482	25778	30934	37121
增长率	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	1353	2578	3093	3712
收入（合计）	511706	693712	840686	993477
毛利	95509	123519	148253	174032
毛利率	18.7%	17.8%	17.6%	17.5%

资料来源：平安证券、WIND

ii. 估值及投资评级

预计2010年、2011年和2012年的每股收益分别为0.72、1.01元和1.33元，目前的21.20元股价对应的市盈率分别为30倍、21倍和16倍，估值基本合理。考虑到公司快速增长业绩弹性较大，存在超预期的可能，我们仍维持“推荐”投资级别。

图表 4 少数股东损益预测一览表 (单位: 万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
水泵 (30.5%)	-1440	7000	8400	10000
成套 (49%)	9724	15000	21000	25000
少数股东损益	4325	9500	11400	13700

资料来源: 公司公告

图表 5 盈利预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(万元)	265538	334154	511706	693712	840686	993477
二、营业总成本(万元)	256053	336152	492758	664352	801009	942433
营业成本(万元)	212921	281612	416194	570193	692433	819445
营业税金及附加(万元)	772	957	1742	2362	2862	3382
销售费用(万元)	17628	22278	32855	41623	50441	59609
管理费用(万元)	19928	22592	33174	40476	44146	46953
财务费用(万元)	3877	6404	6660	7992	9590	11508
资产减值损失(万元)	927	2310	2133	1706	1536	1536
三、其他经营收益(万元)						
投资净收益(万元)	-1457	102	756	907	1089	1306
四、营业利润(万元)	8028	-1897	19704	30267	40765	52351
加: 营业外收支(万元)	4078	11553	778	700	630	567
五、利润总额(万元)	12106	9655	20482	30967	41396	52918
减: 所得税(万元)	4342	2882	3092	4645	6209	7938
六、净利润(万元)	7763	6774	17390	26322	35186	44980
减: 少数股东损益(万元)	474	893	4170	9500	11400	13680
归属于母公司的净利(万元)	7289	5881	13220	16822	23786	31300
总股本(万)(2010.2.10)						23500
每股收益(元)	0.31	0.25	0.56	0.72	1.01	1.33
净利润增长率	-12.4%	-19.3%	124.8%	27.2%	41.4%	31.6%

资料来源: 平安证券、WIND

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257