

公司调研简报

湘电股份 (600416)

电机

风电整机高速发展 毛利率下跌拉低业绩

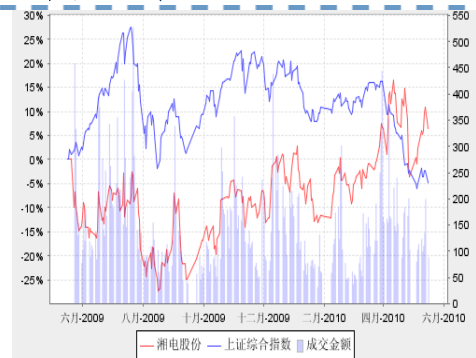
报告日期: 2010-06-01

评级: **谨慎推荐**
上次评级: NA

目标价: **NA**
上次预测: NA

当前价格(元) 25.88
52 周价格区间(元) 17.78-28.29
总市值(百万) 6081.80
流通市值(百万) 6081.80
总股本(万股) 23500.00
流通股(万股) 23500.00
公司网址 www.xemc.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
湘电股份	-1.03	10.16	6.55
上证综合指数	-9.70	-15.07	-4.75

财富证券研究发展中心

易卓

证书编号 S0530109110976

(86731)84779517

yizhuo@cfzq.com

相关研究报告:

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5117.06	7985.17	10733.96
净利润(百万元)	132.20	160.36	241.72
每股收益(元)	0.563	0.682	1.029
每股净资产(元)	5.566	6.208	7.176
市盈率	46.01	37.93	25.16
P/B	4.65	4.17	3.61

资料来源: 财富证券

事件: 2010年5月28日, 我们对湘电股份进行了实地调研, 主要针对公司的经营现状与资本运作等与公司进行了沟通。

投资要点

- 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, 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。业务包括风电整机及相关零部件、交流电机、直流电机、水泵等产品。
- 响应国家新能源风电发展计划, 公司风电整机主营业务增长迅速, 近几年销售增长达到100%以上, 风电关键零部件处于稳步发展。
- 风电整机价格下跌, 影响了风电业务的毛利率水平, 但是通过对上游风电零部件采购成本的控制, 公司整体毛利率水平下跌有限, 将来更要通过销售的增长逐渐消化较低的毛利率水平带来的不利影响。
- 盈利与估值:

预计今年公司风电这一块收入大概50个亿, 主要是由于销售的巨大增幅, 另外由于今年由于降价的原因, 这一块整机业务毛利率水平降到13%-14%左右, 拉低了综合毛利率水平。另外, 电机业务方面, 直流业务3个亿, 交流11个亿。泵的业务大概9个亿左右。传统主业这一块一直发展平稳, 大概每年都是20%左右增长。因此, 我们估计今年股份公司收入规模大概78-80个亿, 2010-2012年EPS分别为0.68元、1.02元、1.31元, 主营业务风电整机, 以及直流电机与水泵等传统业务的增长为今年的主要看点, 公司对应的估值为37.9倍、25.2倍、19.7倍。

- 投资评级: “谨慎推荐”。

目 录

一、响应国家新能源风电发展计划，公司风电整机主营业务增长迅速.....	- 3 -
1、公司风电整机业务发展迅速	- 3 -
2、风电关键零部件稳步增长，有待进一步爆发	- 4 -
3、与竞争对手相比，公司风电整机机型的优势	- 4 -
4、整机产品价格下滑，造成公司整体毛利率的下降	- 5 -
二、泵业务销售进入轨道	- 6 -
三、集团的风电股权注入	- 6 -
四、国家政策的支持	- 6 -
五、盈利与估值预测	- 7 -
六、风险提示	- 7 -
七、三大财务报表	- 8 -

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，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。业务包括风电整机及相关零部件、交流电机、直流电机、水泵等产品。

一、响应国家新能源风电发展计划，公司风电整机主营业务增长迅速

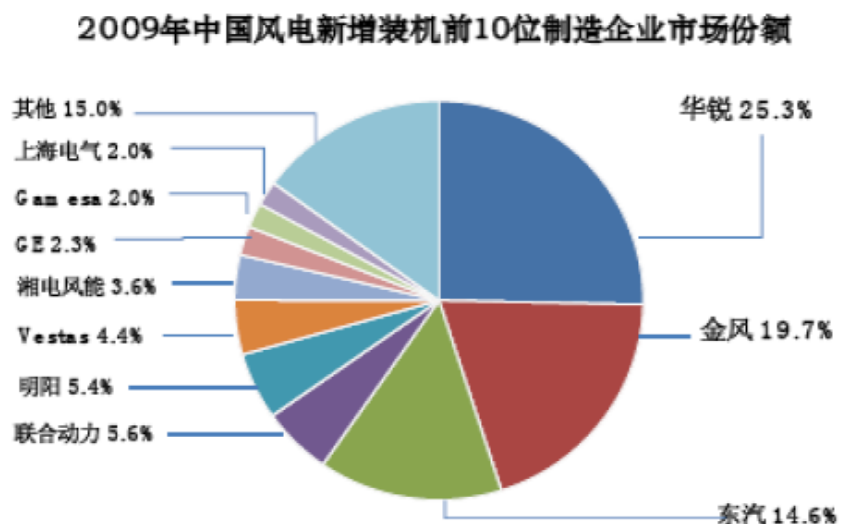
从我国大力发展风电能源开始，其风电装机量近几年年均增速都超过了 100%，2009 年新增装机达到 1300 万千瓦。按照国家风电发展规划，到 2020 年我国风电装机容量要达到 1.5 亿千瓦，而截止 2009 年我国风电整机装机容量仅为 2600 多万千瓦，因此市场上对这一块的需求是十分巨大的。

1、公司风电整机业务发展迅速

目前公司风电主要分为两大块业务：一是由持股51%的风能公司进行生产的风电整机；二是风电关键零部件发电机、变流器、主轴承等的研究和生产。

目前公司的主力机型为 2MW 永磁直驱风机，这几年整机销售呈快速增长，2008 年整机销售 60 台，2009 年销售 244 台，2010 年一季度销售风电整机 30 台左右，目前已有的今年订单 500 台左右，明年 2011 年要做到 800-1000 台的目标，公司未来的目标是要做到 15%-20% 的市场份额。2009 年公司位列国内风电新增整机装机制造企业前 10 名，其发展速度可见一斑。去年风电整机 9700 万净利，今年销量 200 台变成 500 台，那么乐观的估计今年这一块业务有 1.5 个亿净利润左右。

图表：2009 年国内风电新增整机装机前 10 及其市场份额



资料来源：中国风电材料设备网 财富证券

公司除了要抢国内市场，还抢国外市场，从目前产能来看，总部生产车间做 2MW 的 1000 台应该可以，5MW 的做起来可能有难度，因为产品太大了，目前正在扩建的新厂房就是专做 5MW 产品，设计产能是 1500 台一年，建成要到明年以后了。

海上风电发展迅速，今年公司大力发展的 5MW 那一块，2010 年底将出来样机，

现在在试运行中，估计至少要明年开始卖。公司认为目前国内大规模海上风电项目的可能性不大，估计要到 2011 年左右才能有大量的需求。海上的产品一台整机就是 2000-3000 万，所以一个项目就是 20-30 个亿，所以目前整体上做这个的企业都比较谨慎，要对产品有一定的信心才敢上。公司具有的优势是，这一块 5MW 产品的专利都在公司这边，是通过收购 DarwindDD115-5MW 而获得的技术专利，因此公司对国外市场也比较有信心，因为可以通过子公司 Darwind 的平台销售到国际市场。

2、风电关键零部件稳步增长，有待进一步爆发

在风电的关键零部件方面，公司都参与了如电机、变流器、主轴承等的研发，主要生产的还是风机电机与变流器，合作开发生产的主轴承，尽管大部分变流器跟轴承都是以进口为主的。而其他部件，比如叶片、轮毂、机舱都属于从外部招标采购。

电机：公司具备直驱式永磁风力发电机批量生产能力，主打产品为 2MW，主要供公司内部风能公司进行整机生产使用，少部分外销。另外，公司也具备生产 1.5MW 双馈发电机的能力，这一块主要是外销，主要客户包括东方电气、国电联合动力等厂商，09 年产量为 1200 台左右，预计今年可产 1500 台左右。

变流器：湘电风能公司的变流器先前主要从 ABB 采购，而目前风能公司变流器已完成开发，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，变流器还没有量产，预计 2010 年交付 50 套左右。

主轴承：主要是以进口为主，08 年公司与美国 Timken 合资成立 Timken 湘电，于 2009 年 9 月开始投产主轴承，主要是以满足公司整机需求为主，2010 年有望解决公司 100 套左右的需求。

3、与竞争对手相比，公司风电整机机型的优势

公司的整机产品是具有优势的，首先与国内主流产品双馈异步风机机型相比，公司的永磁直驱风机产品不易损坏易于维护。而与竞争对手同金风科技的产品相比较，首先金风科技做的主要是功率小一点的，主打机型为 1.5MW 以及 2.5MW 的，而公司的产品从 1.5MW 到 2MW，2.5MW，3.6MW，最后到正在研发调试的 5MW，产品线更加丰富；另外，公司生产的产品采用的是内转轮，相对金风科技的是外转轮，散热比较好，结构比较紧凑，同容量的话外型更小一些。

图表：国内主要竞争对手风电整机产品

公司	整机机组与特点
华锐	3MW 小批量生产 5MW 在研
金风	1.5MW/2.5MW 主打 正在研究 5MW 海上风机
国电联合动力	3MW 整机预计今年下线
湘电	1.5MW/2MW 主打产品批量生产 2.5MW/3.6MW 今年下线 5MW 海上风机研发完毕，预计今年下线
上海电气	3.6MW 海上风机预计 2010 年下线

资料来源：财富证券

4、整机产品价格下滑，造成公司整体毛利率的下降

首先，今年以来，整机单价方面下降很快，去年 2009 年销售均价还有 5300 左右，结果到了年底就只有 4700, 4800，现在更是到了单价 4600, 4700/千瓦，据估计整机每台掉了 7, 80 万，毛利率影响较大，所以公司一季度风电公司亏了 200 多万。以往销售价格更高的 2MW 的永磁直驱风机整机目前售价跟跟 1.5MW 价格是差不多了，因为现在项目招标，比的就是价格，所以价格都被压了下来。所以现在这一块业务国外的产品进不来，因为相对于国内产品来说价格太高，我们相对来说有价格优势。

图表：2008-2009 公司主营业务毛利率一览

	2009 年度			2008 年度		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
风力发电系统(i)	2,850,724,571	2,380,561,366	16.49%	705,902,108	639,179,901	9.45%
其他交流电机(ii)	961,156,360	658,536,514	31.48%	1,135,249,599	929,026,259	18.17%
水泵及配套产品	668,719,874	552,257,868	17.42%	656,959,637	566,746,400	13.73%
备品备件及其他	314,503,836	285,251,147	9.30%	341,397,272	320,367,379	6.16%
直流电机	157,458,722	126,388,175	19.73%	311,591,040	187,677,380	39.77%
城轨车辆牵引系统	107,660,007	104,709,433	2.74%	77,649,433	72,797,340	6.25%
总计	5,060,223,370	4,107,704,503	18.82%	3,228,749,089	2,715,794,659	15.89%

资料来源：财富证券

其次，就国内的现在的陆地资源来说，一类风场已经基本没有了，所以现在机型的要求的叶片越来越长，对风速的要求也要降低，所以发电机要改进了（适应低转速），因此整个机型成本就增高了。目前做的机型是 XE93 型的，成本很高。

最后，从销售订单的签订来看，一般每年的下半年就要接到明年的订单了，一般都在 8 月份以前就要接完，因为产品生产周期就要 4, 5 个月，所以交付时都到了明年了，一旦订单都确定完毕，那么每年的价格都确定的差不多了，盈利能力就看上游的零部件价格能不能压下来，从 08 年到 09 年，毛利率的提升主要就是来源于上游采购成本的降低。

所以总结来说，今年主营风电整机业务毛利率有所下降，但是对上游采购零部件价格的控制可以减少这一影响，我们估计今年这一块的毛利率大概在 13%-14% 左右，去年这一块的毛利率是 16.5%，同时因为今年收入占比中风电整机会提高 10% 左右，因此估计今年总体毛利率水平会有 2% 左右的下滑。

二、泵业务销售进入轨道

1、公司进入核泵产业是从 07 年与美国福斯公司合资成立公司开始，目前公司核泵的产品主要有常规岛泵、核主泵与核二三级泵，核泵占总核电站造价的 1/8。今年预计核泵这一块应该还好，其中常规岛这一块，每年都有 2, 3 个多亿，但是公司认为常规岛盈利一般。主泵是合资的生产的，属于新的增长亮点。

2、公司进入水泵行业通过控股子公司长沙水泵有限公司。水泵这一块，今年 3 月份获得了三个国际项目，大概有 1.2 亿的规模。将来的发展是要等到公司军工的发展。

三、集团的风电股权注入

针对集团拥有的 49%湘电风能的股权转让，集团是准备退出来注入上市公司的，这一块如果完成将大大利于上市公司的业绩。但是目前的问题是这一块股权的价格问题，虽然股份公司有优先权购买，但是可能存在变数。尽管如此，我们仍对这一块股权转让注入股份公司依然期待，因为集团早就有计划整体上市香港，计划未来三年内执行，因此今年这部分转让也是刻不容缓。

四、国家政策的支持

公司一直享有国家的利税政策，因为关键零部件进口的可以抵免税，而公司进口零部件有十多亿，所以去年关税的减免有 3000 多万，去年返了 5000 多万的税，这些都是直到今年才到位的。

4 月初，国家级风力发电技术重点实验室落户湘潭高新区，主要依托公司而设立，针对公司的大型直驱风力发电技术进行研发，下设整机、电机、变流器、控制技术以及叶片等 5 个研究室，计划投资 1.2 个亿，其中大概也有 5000 多万的公司补助。

五、盈利与估值预测

预计今年公司风电这一块收入大概 50 个亿，主要是由于销售的巨大增幅，另外由于今年由于降价的原因，这一块整机业务毛利率水平降到 13%-14% 左右，拉低了综合毛利率水平。另外，电机业务方面，直流业务 3 个亿，毛利率 18% 左右，交流 11 个亿，毛利率水平大概 30% 左右。泵的业务大概 9 个亿左右。传统主业这一块一直发展平稳，大概每年都是 20% 左右增长。

因此，我们估计今年股份公司收入规模大概 78-80 个亿。因此我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68 元、1.02 元、1.31 元，主营业务风电整机，以及直流电机与水泵等传统业务的增长为今年的主要看点，公司对应的估值为 37.9 倍、25.2 倍、19.7 倍。

图表：公司盈利预测与估值表

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2655.38	3341.54	5117.06	7985.17	10733.96	13204.72
增长率 (%)	18.98%	25.84%	53.13%	56.05%	34.42%	23.02%
归属母公司股东净利润	72.89	58.81	132.20	160.36	241.72	308.26
增长率 (%)	-12.35%	-19.32%	124.79%	21.30%	50.74%	27.53%
每股收益 (EPS)	0.310	0.250	0.563	0.682	1.029	1.312
销售毛利率	19.82%	15.72%	18.67%	17.00%	17.00%	17.00%
销售净利率	2.92%	2.03%	3.40%	2.64%	2.96%	3.07%
市盈率 (P/E)	83.44	103.42	46.01	37.93	25.16	19.73
市净率 (P/B)	5.40	5.10	4.65	4.17	3.61	3.08
每股净资产 (BPS)	4.795	5.072	5.566	6.208	7.176	8.410
市销率 (PS)	2.29	1.82	1.19	0.76	0.57	0.46

资料来源：财富证券

六、风险提示

1、公司费用率较高

公司费用率一直居高不下，09 年总体费用率达到了 12%，严重影响了净利率水平。

七、三大财务报表

1、资产负债表

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1647.87	79.85	580.41	275.33
应收和预付款项	2092.94	3155.04	3899.49	4778.87
存货	1137.84	3109.08	2599.78	4423.16
其他流动资产	27.47	27.47	27.47	27.47
长期股权投资	117.01	117.01	117.01	117.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1399.88	1209.88	1019.89	829.89
无形资产和开发支出	287.09	256.11	225.13	194.15
其他非流动资产	5.98	5.98	5.98	5.98
资产总计	6716.08	7960.44	8475.16	10651.86
短期借款	1306.37	300.85	0.00	0.00
应付和预收款项	2883.54	4931.98	5443.92	7233.38
长期借款	495.00	495.00	495.00	495.00
其他负债	149.46	149.46	149.46	149.46
负债合计	4834.37	5877.29	6088.38	7877.84
股本	235.00	235.00	235.00	235.00
资本公积	692.92	692.92	692.92	692.92
留存收益	380.15	531.00	758.40	1048.40
归属母公司股东权益	1308.07	1458.92	1686.32	1976.31
少数股东权益	573.65	624.23	700.47	797.70
股东权益合计	1881.71	2083.15	2386.79	2774.02
负债和股东权益合计	6716.08	7960.44	8475.16	10651.86

2、现金流量表

	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	190.54	-501.26	844.81	-267.93
投资性现金净流量	-198.64	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	678.60	-1066.77	-344.25	-37.15
现金流量净额	670.64	-1568.02	500.56	-305.08

3、利润表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5117.06	7985.17	10733.96	13204.72
减：营业成本	4161.94	6627.69	8909.19	10959.92
营业税金及附加	17.42	27.19	36.55	44.96
营业费用	328.55	512.70	689.20	847.84
管理费用	331.74	517.68	695.88	856.06
财务费用	66.60	51.75	29.07	18.88
资产减值损失	21.33	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	7.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	197.04	248.16	374.07	477.06
加：其他非经营损益	7.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	204.82	248.16	374.07	477.06
减：所得税	30.92	37.22	56.11	71.56
净利润	173.89	210.94	317.96	405.50
减：少数股东损益	41.70	50.58	76.24	97.23
归属母公司股东净利润	132.20	160.36	241.72	308.26

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.