



风核光兼备，配股后将启动增发

——湘电股份(600416)中报点评

公司中报点评

评级：买入

2010.08.31

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

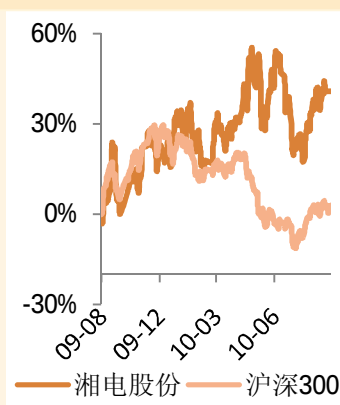
Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com



基本数据(08.30)

收盘价(元)	25.69
配股除权价(元)	22.90
总股本(百万股)	235
流通股本(百万股)	235
配股后(百万股)	305.5
总市值(亿元)	60.37
流通市值(亿元)	60.37
每股净资产	5.78

评级:	买入
配股后目标价:	27元

投资要点

- Ø 公司发布中报，EPS 为 0.41 元。公司报告期共实现主营业务收入 321,489 万元，比上年同期上升 54%；实现净利润（归属于母公司）9,536 万元，每股收益 0.41 元，同比上升 74%。
- Ø 风机业务继续攀升，毛利率略有下降。公司 2MW 风机今年在手订单为 500 台，年内可顺利实现 500 台以上的销售目标。明年目标为 800 台以上，我们维持 900 台的预测。上半年风机价格持续下降至 4500 元/kw，但是公司由于供应链体系的完善和原材料成本的降低，毛利率预计比 09 年的 16.5%降低至 15%，而明年毛利水平将与今年基本持平。
- Ø 大型风机进展顺利。公司 2.5MW 的机型将于 9 月底推出样机，而 5MW 的海上机型 11 月份第一台样机将于荷兰挂网，12 月份第二台样机将在福建挂网。公司计划在 5MW 机型的基础上进一步研发 4MW 的通用陆上机型。
- Ø 风机并网标准收紧，直驱风机更具优势。风电并网国家标准对低电压穿越性能要求更高，使用双馈风机的风电场将不得不在 SVC 方面多投入 200~300 元/kw，而直驱风机天生具有低维护和并网优势，市场份额扩大的趋势明显。
- Ø 水泵业务稳定成长，核岛泵空间巨大。公司目前常规岛水泵订单达到了 4 亿元，明年公司计划与福斯公司合作启动核岛泵的资质申请，未来核泵业务的竞争能力提升将带动水泵的收入及毛利率水平。
- Ø 交流电机业务将恢复增长。传统用于火电的交流电机收入下降，但是由于双馈风电电机的销售稳定增长，公司预计今年业务收入将达 13 亿元，明年将达 15 亿元。
- Ø 直流电机乐观。预计直流电机业务今年收入将在 2~3 亿元，主要应用于特种国防军工产品，公司对此块业务态度乐观，未来可能出现大的政府订单。
- Ø 第四季度将增发解决49%股权问题。配股完成后，公司将按照承诺在第四季度启动增发计划，将集团持有的湘电风能49%股权注入上市公司，届时公司的盈利能力将锦上添花。
- Ø 规划进军聚光热电和太阳能领域。公司曾经有过蝶式光热发电系统的研发经验，目前聚光热电方兴未艾，公司已决定逐渐介入此领域。未来可能继续向太阳能的其他领域扩展，将公司打造成为风、光、核兼具的新能源设备供应商。
- Ø 成本控制能力明显提升。公司上半年营业费用率和管理费用率分别为5.05%和5.87%，相比2009年6.42%和6.48%的水平均有大幅下降，显示出上半年公司严格控制费用开支、降低生产经营成本的效果良好。
- Ø 维持公司买入评级。根据调整后的分业务业绩预测，公司 10、11、12 年对应配股后股本的 EPS 为 0.73、1.11、1.46 元，对应除权价格的 PE 为 31.3、20.6 和 15.6 倍，维持“买入”评级和 27 元目标价(调整)。

主要财务指标(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5117	7587	11276	14242
收入同比(%)	53%	48%	49%	26%
归属母公司净利润	132	224	340	447
净利润同比(%)	125%	69%	52%	31%
毛利率(%)	18.7%	17.8%	17.5%	17.4%
ROE(%)	10.1%	9.3%	12.7%	14.8%
每股收益(元)	0.43	0.73	1.11	1.46
P/E	52.92	31.25	20.56	15.64
P/B	5.35	2.91	2.61	2.31
EV/EBITDA	17	12	9	7

表 1、分业务业绩预测

		2008A	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E
风能发电系统	收入	629.77	2731.06	2,069.10	4,784.00	8,100.00	10,560.00
	YOY		333.66%		75.17%	69.31%	30.37%
	台数	60.00	244.00	218(估)	520.00	900.00	1,200.00
	价格(元/kw)	5248.12	5596.43	4745.64(估)	4,600.00	4,500.00	4,400.00
	毛利率	3.73%	16.49%	14.13%	15.00%	15.50%	15.50%
交流电机(包括双馈风电)	收入	1211.38	1080.82	545.04	1,351.02	1,553.67	1,786.72
	YOY		-10.78%		25.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	20.59%	31.49%	34.31%	30.00%	30.00%	30.00%
水泵及配套产品	收入	656.96	668.72	335.89	735.59	809.15	970.98
	YOY		1.79%		10.00%	10.00%	20.00%
	毛利率	13.73%	17.42%	21.91%	17.00%	17.00%	18.00%
备品备件及其他	收入	341.40	314.50		345.95	380.55	418.60
	YOY		-7.88%		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	6.16%	9.30%		10.00%	10.00%	10.00%
直流电机	收入	311.59	157.46		251.93	302.32	362.78
	YOY		-49.47%		60.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	39.77%	19.73%		25.00%	24.00%	23.00%
城轨车辆牵引系统	收入	0.00	107.66		118.43	130.27	143.30
	YOY				10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		2.74%		5.00%	6.00%	7.00%
合计	收入	3,151.10	5,060.22	3,214.89	7,586.93	11,275.96	14,242.39
	成本	2,643.01	4,089.76	2,613.80	6,235.47	9,298.38	11,759.47

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

注：最后三项业务，中报合计收入 264.86，毛利率 18.17%，计入合计项目

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	7822	10501	13124	营业收入	5117	7587	11276	14242
现金	1697	3810	4756	6787	营业成本	4162	6235	9298	11759
应收账款	1756	2409	3775	4039	营业税金及附加	17	24	37	46
其他应收款	39	141	168	229	营业费用	329	432	670	835
预付账款	133	350	447	597	管理费用	332	451	691	864
存货	1138	883	1004	1042	财务费用	67	33	-7	-41
其他流动资产	194	228	351	429	资产减值损失	21	50	20	20
非流动资产	1866	1987	2084	2040	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	117	109	112	111	投资净收益	8	5	6	6
固定资产	1037	1443	1642	1685	营业利润	197	366	573	764
无形资产	130	89	56	21	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	583	347	274	223	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	6823	9809	12585	15164	利润总额	205	373	580	771
流动负债	4322	5856	7862	9579	所得税	31	75	107	146
短期借款	1306	1220	1249	1240	净利润	174	299	474	626
应付账款	1291	1888	2838	3580	少数股东损益	42	75	133	178
其他流动负债	1725	2747	3775	4760	归属母公司净利润	132	224	340	447
非流动负债	619	897	1263	1599	EBITDA	343	478	666	835
长期借款	495	795	1153	1492	EPS (元)	0.56	0.73	1.11	1.46
其他非流动负债	124	102	110	107					
负债合计	4941	6753	9125	11179	主要财务比率				
少数股东权益	574	648	782	960	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	235	306	306	306	成长能力				
资本公积	693	1533	1533	1533	营业收入	53.1%	48.3%	48.6%	26.3%
留存收益	380	569	839	1186	营业利润	938.6%	85.6%	56.6%	33.4%
归属母公司股东权益	1308	2408	2678	3025	归属于母公司净利润	124.8%	69.4%	52.0%	31.5%
负债和股东权益	6823	9809	12585	15164	获利能力				
					毛利率(%)	18.7%	17.8%	17.5%	17.4%
					净利率(%)	2.6%	3.0%	3.0%	3.1%
					ROE(%)	10.1%	9.3%	12.7%	14.8%
					ROIC(%)	12.0%	27.7%	46.8%	-310.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	72.4%	68.8%	72.5%	73.7%
					净负债比率(%)	36.93%	30.39%	26.68%	24.74%
					流动比率	1.15	1.34	1.34	1.37
					速动比率	0.88	1.18	1.20	1.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.91	1.01	1.03
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.96	3.92	3.93	3.66
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.73	1.11	1.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	4.08	2.68	5.97
					每股净资产(最新摊薄)	4.28	7.88	8.77	9.90
					估值比率				
					P/E	52.92	31.25	20.56	15.64
					P/B	5.35	2.91	2.61	2.31
					EV/EBITDA	17	12	9	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	181	1246	818	1823
净利润	174	299	474	626
折旧摊销	79	80	100	112
财务费用	67	33	-7	-41
投资损失	-8	-5	-6	-6
营运资金变动	-123	771	158	1103
其他经营现金流	-8	70	99	29
投资活动现金流	-199	-203	-192	-62
资本支出	299	300	200	100
长期投资	-10	-8	3	-1
其他投资现金流	91	89	11	37
筹资活动现金流	679	1070	320	271
短期借款	258	-86	29	-10
长期借款	475	300	358	339
普通股增加	0	71	0	0
资本公积增加	7	840	0	0
其他筹资现金流	-62	-55	-67	-59
现金净增加额	662	2113	946	2031

q 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。

q 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。