

风电产业链布局完整，扛起增长大旗

——湘电股份（600416）2010 年中报点评

2010 年 8 月 31 日

推荐/维持

湘电股份

财报点评

周宏宇 电力设备行业研究员

执业证书编号：S1480109050693

010-6650 7323

zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

湘电股份（600416）8 月 31 日公布了 2010 年中报：报告期共实现主营业务收入 32.15 亿元，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%。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	1,160	797	1,341	1,387	1,592	939	2,297
增长率（%）	49.9%	48.5%	75.1%	57.8%	37.2%	17.7%	71.2%
毛利率（%）	13.2%	19.0%	20.4%	22.8%	13.5%	21.3%	17.8%
期间费用率（%）	15.8%	16.3%	13.4%	13.9%	14.1%	16.4%	10.0%
营业利润率（%）	-4.6%	2.7%	6.7%	7.1%	-0.7%	4.0%	5.4%
净利润（百万元）	50	18	79	79	-3	28	100
增长率（%）	104.1%	347.4%	1174.4%	990.5%	-105.0%	51.6%	26.5%
每股盈利（季度，元）	0.150	0.051	0.182	0.188	0.142	0.125	0.281
资产负债率（%）	71.7%	72.6%	73.1%	74.0%	72.4%	73.4%	76.4%
净资产收益率（%）	3.5%	1.3%	5.3%	5.0%	-0.1%	1.5%	5.1%
总资产收益率（%）	1.0%	0.3%	1.4%	1.3%	0.0%	0.4%	1.2%

评论：

积极因素：

- 创新能力显著提高。公司获批国家创新型企业，成为国家唯一的海上风力发电技术与检测国家重点实验室、国家能源风力发电机组研发（实验）中心。
- 拓展海外市场，取得较好成绩。公司先后中标沙特Rabigh2X600MW机组项目脱硫掺混泵与开闭式泵，印度Mundra3X660MW机组项目海水取水泵与稀释泵，菲律宾马利万斯签订2×300MW级燃煤电厂循环水泵与凝结水泵。
- 报告期内，公司风力发电系统实现营业收入20.69亿元，同比增长93.66%，主要由于公司产能开始释放，市场占有率提升所致；
- 交流电机业务实现营业收入5.45亿元，同比增长22.38%，营业利润率同比增长6.40%，公司成功开发了高效永磁同步电机、无刷双馈变频调速电机、大中型高压高效电机等多种型号的高效节能电机并开始投放市场。

消极因素:

- 受市场竞争加剧影响，水泵及配套产品实现营业收入3.36亿元，同比下降了13.39%。

业务展望:

- 目前公司已具备 60 万千瓦永磁同步风力发电机的生产能力。公司“兆瓦级风力发电机及风力发电机组整机产业化项目”实施完毕后，公司将形成 100 万千瓦永磁同步风力发电机的生产能力。风电设备整机方面，如果外协零部件配套能力能够满足生产需求，湘电风能、福建风能两个总装厂年产能可达到 200 万千瓦。
- 在零部件制造方面，公司本部在风力发电机规模生产的基础上大力发展控制系统、变流器等风电设备关键零部件，还通过下属长泵公司收购了能够为风电整机配套大型铸件的湘电铸造 100% 股权，并与美国第一大轴承制造商铁姆肯公司联合设立了湘电铁姆肯，以实现主轴承的自主配套。上述针对风电行业上下游产业链所进行的一系列整合，为风电整机生产解决了零部件供应问题，打造了公司在风电行业中较强的核心竞争力，能够有效地降低成本，提升产品盈利空间。
- 公司目前在传统产品方面正在进行永磁推进电机、大容量高速电机、核主泵配套电机、核Ⅲ、核Ⅱ级泵、水平中开卧式多级离心泵、高效高压三相异步电动机等产品的研发。在风电产品方面，公司正在进行 2.5 兆瓦、3.6 兆瓦至 5 兆瓦风力发电机组及关键零部件的研发工作。公司通过收购荷兰达尔文公司 5 兆瓦海上风机的相关先进技术，将使公司的产品系列由 2 兆瓦延伸到 5 兆瓦，使产品的覆盖范围由陆地扩展到海上，由国内扩展到国外，为公司营造更广阔的发展空间。

盈利预测与投资评级:

预测2010-2012年主营业务收入分别为：75亿、93亿、109亿元，每股收益分别为：0.72元、0.94元、1.24元，分别对应倍36倍、27倍、21倍PE，维持“推荐”评级。

表 1 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	3,342	5,117	7,530	9,314	10,915
主营收入增长率	26%	53%	47%	24%	17%
净利润（百万元）	59	132	218	286	377
净利润增长率	-19%	125%	65%	31%	32%
ROE	5%	10%	15%	18%	21%
EPS（元）	0.250	0.560	0.715	0.939	1.240
P/E	102.8	45.9	35.9	27.3	20.7

资料来源：东兴证券

表 2 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,342	5,117	7,530	9,314	10,915
营业成本	2,816	4,162	6,098	7,478	8,654
营业费用	223	329	482	596	699
管理费用	226	332	474	559	655
财务费用	64	67	124	172	207
投资收益	1	8	10	10	10
营业利润	(19)	197	319	425	603
利润总额	97	205	336	442	620
所得税	29	31	50	66	124
净利润	68	174	286	376	496
归属母公司所有者的净利润	59	132	218	286	377
NOPLAT	32	224	376	507	648
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	837	1,697	2,485	3,074	3,602
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,047	1,756	2,682	3,317	3,887
预付款项	295	133	133	133	133
存货	1,141	1,138	1,671	2,049	2,371
流动资产合计	3,516	4,956	7,300	8,975	10,460
非流动资产	1,516	1,866	1,828	1,906	1,980
资产总计	5,032	6,823	9,129	10,881	12,440
短期借款	1,049	1,306	2,362	3,130	3,714
应付帐款	811	1,291	1,838	2,254	2,608
预收款项	794	554	554	554	554
流动负债合计	3,529	4,322	6,359	7,858	9,079
非流动负债	78	619	642	662	692
少数股东权益	232	574	642	732	851
母公司股东权益	1,192	1,308	1,486	1,629	1,818
净营运资本	(14)	635	941	1,117	1,380
投入资本 IC	1,568	1,859	2,375	2,787	3,300
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	68	174	286	376	496
折旧摊销	60	79	0	137	146
净营运资金增加	16	648	307	176	263
经营活动产生现金流	84	181	(55)	326	520
投资活动产生现金流	(8)	(199)	(77)	(210)	(210)
融资活动产生现金流	93	679	920	473	218
现金净增（减）	170	661	788	589	528

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。