



东兴证券
DONGXING SECURITIES

大容量海上风机即将下线

——湘电股份（600416）调研报告

2010 年 10 月 18 日

推荐/维持

电力设备

调研报告

周宏宇 电力设备行业研究员

010-6650 7323

执业证书编号：S1480210100002

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

2010 年 10 月 14 日，拜访湘电股份（600416）管理层，就公司的经营情况进行交流。

问题一：关于风力发电机组及零部件：公司目前风机（湘电风能、福建风能）产能建设进度，配套零部件（轴承、变流器及电控系统、发电机）产能情况，叶片及其他配套不足的零部件采购来源，近期风机平均中标价格情况？

目前具备 1000 台 2MW 风机产能，受制于人员不足，今年可以做 500 台，客户以五大发电集团为主，规划风力发电机组产能目标达到 1500 台，除了湘电风能、福建风能，在内蒙古已经开始建设生产基地，产能 300-500 台。双馈发电机今年可完成 1500 台 1.5MW 销量，6 亿元，占全国同类型产品一半左右，为明阳、国电、东汽等配套。变流器、电控系统已经通过认证，今年计划完成 50 套自主配套。湘电铁姆肯今年 5 月份开始小批量生产主轴承，明年计划达到 300 套，目前相对于进口产品价格没有优势，规模没上来，80 多万/套。变流器与海军工程大学合作，其余采用 ABB 产品，每套 80 多万，下降较快。叶片用国内产品：中复连众、中航惠腾等。近期风力发电机组平均中标单价大概在 4300-4400 元/千瓦左右，考虑到后续维护费用等因素，继续下滑空间不大。

问题二：湘电达尔文 5MW 海上风机研发进展，公司 2.5MW、3.6MW 风机研发进展情况？近期，第一批海上风电特许权招标结束，公司是否参与投标？

5 MW 风力发电机 9 月 21 日已经下线，年底前在湘电和荷兰各生产一台样机。湘电达尔文目前侧重于研发，将来作为湘电海外运作的平台。海上风电第一批特许权招标，华锐、金风、上电中标：华锐 60 万千瓦、金风、上电各 20 万千瓦。湘电参与投标 2 个项目，后来由于规定投标企业必须已经生产出样机，门槛有所提高，公司投标时尚未生产出样机，后退出招标。

问题三：湘电集团承诺年底前向上市公司全部转让所持湘电风能 49% 的股份，目前进展情况如何？

湘电集团转让湘电风能股份已经上报湖南省国资委，等待批复。注入摊薄后对上市公司业绩影响尚不确定。

问题四：交、直流电机业务今年订单情况，高效节能电机业务进展如何？直流电机除了军工、钢铁以外是否还有其他市场？

今年电机业务收入预计达到 13 亿左右，不包括给双馈风力发电机组配套的电机。湘电股份电机业务主要给火电配套，以前超过 80%，目前也在 60%以上。石化、冶金、建材市场拓展取得成效。高压高效节能电机销量达到 30 万千瓦，国家将给与补贴，湘电目前规模国内最大，争取明年销量达到 30 万千瓦规模。产能没问题，主要是市场能否接受产品价格，湘电参与了高效节能电机标准制定。平均单价 260 元/千瓦。

稀土永磁电机主要用于直驱风力发电机组，金风科技用南车和北车产品，一个做转子，一个做定子。

直流电机主要面向军工，保密，海上舰船推进系统。交直流电机分属两个事业部，直流事业部也可以生产交流产品，但首先必须保证军工产品需要。

十二五末，电机业务要达到 40-50 亿元收入。

问题五：湘电长泵核电业务进展情况，公司可为核电站提供哪些产品，有无核电主泵制造能力及资质？长泵未来发展目标，主要目标市场？

核电主泵正在与美国福斯公司谈合作，希望转让技术，但阻力较大，上电凯士比，东电阿海珐可以生产，但关键零部件还需进口。核二级泵、三级泵主要用于常规岛，核岛产品公司目前没有。沈泵可以提供部分核岛产品。

长泵去年实现 6 亿收入，今年预计 8 亿左右。明年突破 10 亿。目标做到 20 亿。

问题六：轨道交通电气牵引成套系统今年订单情况如何，公司可为城市轨道交通提供哪些产品，产品价格，主要竞争对手情况？轨道交通业务发展目标？

电机、电控系统等，公司可以提供成套产品，对手主要是铁道部企业，如：南车、北车等，竞争上公司处于不利位置，每年 2-3 亿收入。高铁市场基本不用考虑，被南车、北车等铁道部企业垄断，公司只能参与地铁、轻轨等城市轨道交通市场。合同金额主要根据车辆数量（一动一拖、一动几拖等车辆型号）。

问题七：公司有无明确的海外市场开发计划，未来海外业务将占到公司主营业务收入多大比例？

海外业务是企业发展战略中非常重要的板块，计划明年海外业务风机订单达到 20-30%，电机、水泵业务主要通过海外工程总承包，作为成套产品实现出口。

结论：

- 虽然在国内第一次海上风电特许权招标中公司没有中标，但 5MW 海上风力发电机组样机年底前将下线，5MW 容量的海上风机已经占领了制高点，符合未来海上风机大型化的发展趋势，将为公司未来风电业务的发展提供新的增长点。
- 公司风机业务具备极强的自主配套能力，除发电机可全部自主生产外，主轴承、变流器及电控系统、机舱、轮毂等都可由子公司配套提供，配套产能将从明年开始释放，形成较为完整的产业链条，有利于公司的成本控制、质量控制，提升整体竞争能力。另，公司 1.5MW 双馈风力发电机占领了国内同类型产品约 50% 的市场份额，为东汽、明阳、国电等主流风力发电机组制造商配套。
- 公司是国内大容量高效节能电机标准制定的参与者，处于市场领先地位，国家出台了针对高效节能电机的补贴政策，预计明年公司将获得国家相关的补贴，高效节能电机业务是国家节能工程的关键领域，市场前景值得期待。另，公司交流电机业务从以火电业务为主逐渐拓展到石化、冶金、建材等行业，市场空间进一步打开。直流电机业务主要为军工产品，取决于国防建设投入，随着国防由陆地向海洋的延伸，相关业务预计会逐年增长。
- 湘电长泵是国内大型水泵领域的骨干企业，具备生产核二级、三级泵的资质，随着核电建设的提速，公司在核电领域的收入会出现较快的增长，目前，公司正与美国福斯公司洽谈核电主泵技术转让的事宜，国内核电建设的爆发式增长将为双方的合作提供广阔的空间，最终，无论是技术转让还是设立合资企业，都会使湘电长泵的核电业务更上一层楼。
- 公司是国内为数不多的可以提供轨道交通电气牵引成套系统的企业，国内城市轨道交通建设进入投资高峰期，未来的地铁、轻轨项目将为公司提供广阔的发展空间。

盈利预测与投资建议：

预测 2010-2012 年营业收入为：71.5 亿、97.9 亿、122.0 亿元，每股收益分别为：0.79、1.05、1.44 元，分别对应 30.7 倍、23.1 倍、16.7 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	7,150	9,793	12,199
主营收入增长率	26%	53%	40%	37%	25%
净利润（百万元）	59	132	239	318	439
净利润增长率	-19%	125%	81%	33%	38%
ROE	5%	10%	16%	19%	23%
EPS（元）	0.250	0.560	0.787	1.046	1.444
P/E	96.5	43.1	30.7	23.1	16.7

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	7,150	9,793	12,199
营业成本	2,816	4,162	5,774	7,853	9,655
营业费用	223	329	458	627	781
管理费用	226	332	450	588	732
财务费用	64	67	118	171	228
投资收益	1	8	10	10	10
营业利润	(19)	197	318	466	696
利润总额	97	205	370	493	723
所得税	29	31	55	74	145
净利润	68	174	314	419	578
归属母公司所有者的净利润	59	132	239	318	439
NOPLAT	32	224	370	542	739
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	837	1,697	2,359	3,232	4,026
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,047	1,756	2,546	3,488	4,345
预付款项	295	133	133	133	133
存货	1,141	1,138	1,582	2,152	2,645
流动资产合计	3,516	4,956	6,935	9,426	11,667
非流动资产	1,516	1,866	1,828	1,906	1,980
资产总计	5,032	6,823	8,764	11,331	13,647
短期借款	1,049	1,306	2,144	3,346	4,318
应付帐款	811	1,291	1,740	2,367	2,910
预收款项	794	554	554	554	554
流动负债合计	3,529	4,322	5,976	8,264	10,191
非流动负债	78	619	642	662	692
少数股东权益	232	574	649	750	889
母公司股东权益	1,192	1,308	1,497	1,656	1,876
净营运资本	(14)	635	959	1,162	1,477
投入资本 IC	1,568	1,859	2,300	2,890	3,577
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	68	174	314	419	578
折旧摊销	60	79	0	137	146
净营运资金增加	16	648	325	203	314
经营活动产生现金流	84	181	43	191	450
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	696	892	554
现金净增（减）	170	661	662	872	794

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，从事电力及电力设备行业研究。

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。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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。