

湘电风能资产注入的承诺兑现 静待出口的确切迎接利润增长

湘电股份
600416

湘电风能注入价格低估

对湘电风能资产注入解读，湘电风能 2011 年的销售收入约为 40.5 亿（注：风电系统收入中包括了外销其他厂商的 1.5MW 双馈电机），净利润为 2711.81 万元，风能公司由于生产规模原因，在零部件上采购价格较高，因此盈利能力较低，预计今年变流器上采购价格降幅为 8% 左右。在风电行业市值高于 1200 亿以上，风能公司占全国市场份额 4.75%，则市场价值为 57 亿元以上，而目前根据收购价格估计为 14.67 亿，其估值远远低于 57 亿。考虑到未来出口情况下，估值修复，其成长空间巨大。

风电永磁直驱发电机外销国内其他厂商

今年有 200 台的合同，预计 2012 年有成倍增长的订单，永磁直驱发电机价格在 300 万元以上，毛利在 30% 以上，该电机的外销将提高风电系统的整体能力。

风电整机出口

根据市场估计，预计国外出口价格比国内价格高 20-30%，今年能出口 150-200 套，出口风电整机的毛利在 25% 左右。

其他介绍：

公司的基本面开始向好，并未出现重大意外事件，传统的交流电机成本略有上升，在今年毛利又小幅下降，但高效节能电机的招标能维持电机业务的 30% 的速度增长，直流电机在建项目进展，预计明年会量产。城市轨道交通牵引系统预计订单在 4 亿元左右，水泵业务订单在 4 亿元左右，较去年订单略有降低，预计收入达到 10 亿元。

附表 公司业绩预测表

	A	A+1	A+2	A+3
营业收入（百万元）	6760.33	10177.6	14623.1	19072.1
营业收入同比（%）	32.11%	50.55%	43.68%	30.42%
净利润（百万元）	217.08	339.76	487.99	590.44
净利润同比（%）	64.21%	56.52%	43.62%	20.99%

注：A 为分析日所处的当期年度

跟踪

买入

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S06300511010007

联系信息：

021-50586660-8636

niujg@longone.com.cn

联系人：谢凯

联系信息：

021-50586660-8613

xie.kai.nuaa.nju@gmail.com

日期

分析：2011 年 04 月 29 日

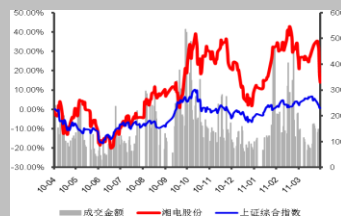
调研：有

价格

当前市价：28.20 元

半年目标：39.20 元

股价表现



公司估值

	A	A+1	A+2	A+3
EPS	0.78	1.12	1.60	1.94
PE	36.15	25.25	17.58	14.53
PB	3.54	3.11	2.64	2.23

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

一、投资焦点提示

投资焦点一：

湘电风能注入价格低估。对湘电风能资产注入解读，湘电风能 2011 年的销售收入约为 40.5 亿（注：风电系统收入中包括了外销其他厂商的 1.5MW 双馈电机），净利润为 2711.81 万元，风能公司由于生产规模原因，在零部件上采购价格较高，因此盈利能力较低，预计今年变流器上采购价格降幅为 8% 左右。在风电行业市值高于 1200 亿以上，风能公司占全国市场份额 4.75%，则市场价值为 57 亿元以上，而目前根据收购价格估计为 14.67 亿，其估值远远低于 57 亿。考虑到未来出口情况下，未来估值修复，其成长空间巨大。

投资焦点二：

风电永磁直驱发电机外销国内其他厂商。今年有 200 台的合同，预计 2012 年有成倍增长的订单，永磁直驱发电机价格在 300 万元以上，毛利在 30% 以上，该电机的外销将提高风电系统的整体能力。

投资焦点三：

风电整机出口。根据市场估计，预计国外出口价格比国内价格高 20-30%，今年能出口 150-200 套，出口风电整机的毛利在 25% 左右。

其他介绍：

公司的基本面开始向好，并未出现重大意外事件，传统的交流电机成本略有上升，在今年毛利又小幅下降，但高效节能电机的招标能维持电机业务的 30% 的速度增长，直流电机在建项目进展，预计明年会量产。城市轨道交通牵引系统预计订单在 4 亿元左右，水泵业务订单在 4 亿元左右，较去年订单略有降低，预计收入达到 10 亿元。

二、假设条件分析

主要基础数据为预计 2011 年基本目标 800 套，超预期增长到 1000 套，2012 年生产 2000 套，2011 年出口在 150-200 套，价格比国内价格高 20-30%，此处出口商做 0 套、100 套、200 套的情景假设进行分析，估计公司经营情况。

表 1：风电设备相关各项基本假定

	2010 年	2011E	2012E	2013E
国内整机价格（百万元）	800	680	660	650
出口整机价格（百万元）	960	816	792	780
国内销售数量（套）	445	800	1200	1600
国外销售数量（套）				
出口情景一	0	0	100	200
出口情景二	0	100	200	300
出口情景三	0	200	300	400
国内整机毛利率	10.24%	10.00%	9.80%	9.80%
出口整机毛利率	28.19%	25.00%	24.83%	24.83%

双馈发电机价格（百万元）	40	39	38	37
双馈销售数量（台）	1500	2000	2000	2000
双馈电机毛利率	16%	16%	16%	16%
直驱电机外销价格（百万元）	300	300	300	300
直驱电机外销数量（台）	0	200	400	500
直驱电机外销毛利率	25%	25%	25%	25%

数据来源：东海证券研究所

风电设备相关假设及原因：（1）风电整机较去年价格较大下降，目前 2MW 机型价格在 4000 元/kW，假定全年均价为 680 万元/套，由于目前风机生产企业已经发生亏损，未来风电行业装机价格下降有限，因此 2012 年和 2013 年价格预测为 660 万元/套和 650 万元/套，出口价格比国内价格高 20-30%，保守估计，以 20% 进行估计。

（2）根据联合调研的数据，今年出口数量在 150-200 套，基础数据为 800 套，全年的整机数量为力争做到 1000 套，因此对出口做三种情景假设进行分析，2011 年分别出口 0、100、200 套；2012 年出口 100、200、300 套；2013 年出口 200、300、400 套。

（3）2010 年国内风电整机毛利率是根据 2010 年年报中风电系统毛利率和湘电风能的净利润率的基础测算而得，其中是包含了股份公司提供的永磁直驱电机部分的毛利，其之后的毛利率是考虑风电整机价格较小调整下进行估计而得；出口整机的毛利是根据假设（1）测算而得。

（4）双馈电机为 1.5MW 外销其他厂商，未来 1.5MW 市场规模将会降低，增长有限，同时价格将略微降低，毛利维持在普通电机的 16% 水平。

（5）永磁直驱电机将在今年开始外销，目前订单 200 台，2012 年意向订单 400 台，未来无齿轮化为直驱电机提供较大机会，价格保持 300 万元/台以上，保守估计为 300 万元/台，毛利率在 25% 的水平。

表 2：2011 年风电设备的情景分析

情景	出口情景一（0 套）	出口情景二（100 套）	出口情景三（200 套）
国内整机收入（百万元）	544000	544000	544000
出口整机收入	0	81600	158400
双馈电机收入（百万元）	78000	78000	78000
直驱电机收入（百万元）	60000	60000	60000
风电设备总收入（百万元）	682000	763600	840400
风电设备综合毛利率	13.04%	14.31%	15.29%
对应的 EPS（元）	1.12	1.37	1.63
出口对利润的增厚贡献（元）		0.25	0.51

数据来源：东海证券研究所

风电设备综合毛利率影响的主要因素在于：毛利率较高的 25% 的永磁直驱电机外销其他厂商，风电设备出口毛利在 25% 以上，因此不同的出口数量对公司盈利能力影响明显。

表 3: 风电外其他产品的基本假定

年份	2010	2011E	2012E	2013E
交流电机收入	1,168.41	1,402.09	1,682.51	2,019.01
交流电机增长率	21.56%	20%	20%	20%
交流电机毛利率	33.45%	30%	30%	30%
直流电机收入	233.37	268.37	322.05	386.46
直流电机增长率	48.21%	15.00%	20.00%	20.00%
直流电机毛利率	24.86%	25.00%	25.00%	25.00%
水泵产品收入	783.24	1,000.00	1,200.00	1,440.00
水泵产品增长率	17.13%	27.67%	20.00%	20.00%
水泵产品毛利率	23.39%	23.00%	23.00%	23.00%
城市轨道交通车辆牵引系统收入	173.47	400.00	480.00	576.00
城市轨道交通车辆牵引系统增长率	61.12%	130.59%	20.00%	20.00%
城市轨道交通车辆牵引系统毛利率	8.62%	20.00%	20.00%	20.00%
备品及其他收入	200.24	230.28	264.82	304.54
备品及其他增长率	-36.33%	15.00%	15.00%	15.00%
备品及其他毛利率	9.30%	9%	9%	9%

数据来源: 东海证券研究所

相关假设原因: (1) 高效节能电机的推广支持电机 20% 以上的速度增长, 我们假定增长为 20%, 毛利由于原材料成本上升, 毛利率将略有降低, 假定为 30% 的毛利率。

(2) 直流电机主要用于军工, 其在建产能在项目建成后将形成大型永磁特种电机 1500 台、300 万千瓦, 中型特种电机 2500 台、375 万千瓦的产能, 达产后预计将新增销售收入 35.5 亿元, 未来完全释放产能, 利润增量有望达到 3.7 亿, 将成为公司重要的利润增长点。预计明年会量产, 但此部分收入有不确定因素, 因此保守估计 15% 和 20% 的增长率, 毛利维持在 25%。

(3) 水泵业务预计今年 10 亿, 未来保持 20% 的增长源于水利业务的拓展, 毛利维持在 23% 左右, 预计城市轨道交通的订单充足, 11 年之后维持 20% 的增长源于集团公司中轻轨车辆推广。其他备品是根据历史数据测算估计而得。

三、估值分析

根据上述假定:

在 0 出口的情况下, 2011-2013 年的收入 101.78、146.23、190.72 亿, 净利润为 3.39、4.87、5.90 亿, 对应的 EPS 为 1.12、1.60、1.94 元 (注意: 此估值未考虑湘电重装的投资收益, 根据估计, 预计在 2011 年能增厚 0.1 元);

在 100 套出口的情况下, 2011-2013 年的收入 109.98、154.20、198.56 亿, 净利润为 4.18、5.63、6.68 亿, 对应的 EPS 为 1.37、1.85、2.20 元 (注意: 此估值未考虑湘电重装的投资收益, 根据估计, 预计在 2011 年能增厚 0.1 元);

在 200 套出口的情况下, 2011-2013 年的收入 118.18、126.16、206.40 亿, 净利润为 4.96、6.39、7.46 亿,

对应的 EPS 为 1.63、2.10、2.45 元（注意：此估值未考虑湘电重装的投资收益，根据估计，预计在 2011 年能增厚 0.1 元）。

公司的风力发电设备价格在 680 万元，而电机成本在 300 万元以上，因此风电整机中有约 50% 为永磁电机，因此对于湘电股份来说，应该为高端制造装备企业，仍然坚持公司的高成长，给予 35 倍的 PE，在最保守的 0 出口估值下，目标价格为 39.2 元，在 100 套出口情况下，价格在 47.95，在出口 200 套的情况下，价格在 57.05，因此给予买入评级。

表 4：估值报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8251.6	9861.71	16098.1	19029.4	营业收入	6760.33	10177.6	14623.1	19072.1
现金	2481.49	3220.55	4948.36	6496.54	营业成本	5551.97	8460.57	12183.9	15902.9
应收账款	3631.32	2524.28	6742.65	6011.11	税金及附加	42.87	64.12	92.13	120.15
其它应收款	106.31	242.27	174.10	341.65	营业费用	373.76	569.95	818.89	1068.03
预付账款	194.93	533.36	408.70	732.67	管理费用	383.16	580.12	833.52	1087.11
存货	1581.48	3222.70	3270.86	5129.95	财务费用	96.47	97.88	119.73	194.15
其他	256.07	118.55	553.45	317.47	资产减值损失	114.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2146.76	2222.25	2022.54	2275.07	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	147.81	147.81	147.81	147.81	投资净收益	13.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	1320.25	1218.88	810.55	925.62	营业利润	211.79	404.97	574.90	699.65
无形资产	388.25	488.90	625.96	729.46	营业外收入	57.88	0.00	0.00	0.00
其他	290.45	366.67	438.21	472.18	营业外支出	3.54	0.00	0.00	0.00
资产总计	10398.4	12083.9	18120.7	21304.5	利润总额	266.13	404.97	574.90	699.65
流动负债	6727.33	8055.84	13558.6	16166.6	所得税	29.33	52.89	69.22	87.80
短期借款	1498.47	1600.40	2906.47	4248.18	净利润	236.80	352.09	505.68	611.85
应付账款	2823.82	1773.35	5297.02	4413.72	少数股东损益	19.72	12.32	17.70	21.41
其他	2405.04	4682.08	5355.09	7504.69	母公司净利润	217.08	339.76	487.99	590.44
非流动负债	639.97	639.00	667.29	631.23	EBITDA	1009.64	1551.98	2274.17	1971.48
长期借款	410.00	501.44	503.34	454.07	EPS（摊薄）	0.78	1.12	1.60	1.94
其他	229.97	137.57	163.95	177.16	主要财务比率				
负债合计	304.24	8694.85	14225.8	16797.8	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	608.62	620.94	638.64	660.06	成长能力				
公司股东权益	2422.44	2762.20	3250.19	3840.62	营业收入	32.11%	50.55%	43.68%	30.42%
负债和权益	10398.4	12077.9	18114.7	21298.5	营业利润	7.49%	91.21%	41.96%	21.70%
					母公司净利润	64.21%	56.52%	43.62%	20.99%
现金流量表					获利能力				
单位:百万元					毛利率	17.87%	16.87%	16.68%	16.62%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	3.50%	3.46%	3.46%	3.21%
经营活动现金	487.99	1623.28	1426.10	1886.29	ROE	7.81%	10.41%	13.00%	13.59%
净利润	236.80	352.09	505.68	611.85					
折旧摊销	682.02	1086.41	1619.61	1151.29					

财务费用	96.47	97.88	119.73	194.15
投资损失	-13.80	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-494.59	74.90	-815.28	-69.43
其它	-18.91	12.01	-3.65	-1.57
投资活动现金	-942.05	-1167.54	-1416.38	-1402.30
资本支出	137.37	172.49	-228.92	237.68
长期投资	-30.80	0.00	0.00	0.00
其他	-835.49	-995.05	-1645.30	-1164.62
筹资活动现金	1211.2	-32.64	490.67	-258.61
短期借款	192.10	-214.02	78.65	18.91
长期借款	-85.00	91.44	1.90	-49.27
其他	1104.2	89.95	410.12	-228.25
现金净增加额	757.19	423.10	500.39	225.38

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6760.33	10177.61	14623.08	19072.03
同比(%)	32.11%	50.55%	43.68%	30.42%
母公司净利润	217.08	339.76	487.99	590.44
同比(%)	64.21%	56.52%	43.62%	20.99%
毛利率(%)	17.87%	16.87%	16.68%	16.62%
ROE(%)	7.81%	10.41%	13.00%	13.59%
每股收益(元)	0.71	1.12	1.60	1.94
P/E	39.52	25.25	17.58	14.53
P/B	3.54	3.11	2.64	2.23
EV/EBITDA	1.98	5.61	3.89	4.35

数据来源: 东海证券研究所

ROIC	6.11%	7.37%	7.36%	7.42%
偿债能力				
资产负债率	3417.81%	138.98%	127.38%	126.83%
净负债比率	699.87%	29.94%	31.03%	33.69%
流动比率	1.23	1.22	1.19	1.18
速动比率	0.99	0.82	0.95	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.91	0.97	0.97
应收账款周转率	2.51	3.31	3.16	2.99
应付账款周转率	2.70	3.68	3.45	3.28
每股指标(元)				
每股收益	0.71	1.12	1.60	1.94
每股经营现金流	1.60	5.34	4.69	6.20
每股净资产	7.96	9.08	10.68	12.62
估值比率				
P/E	39.52	25.25	17.58	14.53
P/B	3.54	3.11	2.64	2.23
EV/EBITDA	1.98	5.61	3.89	4.35

永续增长率	3.00%	WACC	7.62%
终值	39251.15	Ke	10.60%
企业价值	48266.23	Kd	5.31%
非核心资产价值	3368.40	t	13.06%
债务价值	2732.74	Rf	4.00%
股权价值	48280.94	Rm	10.00%
股本	304.24	Rm-Rf	6.00%
每股价值	158.69	Beta	1.10

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：湘电股份、海油工程、巨星科技、天地科技、威海广泰、科达机电、三一重工、中联重科等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897