



风电整机出口值得期待

增持（维持）

投资要点:

- 风机整机出口已到突破点，是公司目前最大看点
- 永磁直驱电机、节能电机、电动汽车等有望成为新的增长点
- 未来三年 EPS 为 1.06、1.56 和 2.07 元，维持“增持”评级

- **公司风电整机出口有望近期取得突破。**在风电整机价格一路下滑的大环境下，公司的整机价格也下降到了 4000 元/千瓦以下。从成本下降的角度看，我们认为变流器与主轴轴承尚有部分下降空间，因此整机毛利率有望企稳。由于湘电具备较强的技术能力及 5MW 风机的先发优势，海外市场近期内有望取得突破，目前待签订订单较多。出口的风机价格我们预计将在 5000 元/千瓦以上，将有效提升风电整机的毛利率，更重要的是市场一旦打开，公司该部分业务增长预期将大大提升。按照公司的规划，“十二五”期间风机出口比例要达到 30% 左右，因此风机出口是公司目前最大看点。
- **永磁直驱电机与高效节能电机有望成为新的增长点。**今年永磁直驱电机开始外销，在手订单 200 台，其毛利率在 20% 以上，远高于风电整机的毛利率水平。而湘电股份的节能电机主要是高压三相异步电机，此前该类电机的补贴已由 12 元/千瓦提高到 26 元/千瓦，在全年 1000 万千瓦高压高效电机的推广计划情况下，公司已经成为高效节能电机的牵头企业，前景十分乐观。
- **电动汽车传动系统、光热发电均在积极拓展。**凭借在电机电控系统的技术优势，公司介入了新能源汽车的关键产业链；同时，光热发电领域积极研发碟式系统，且正在与集团共同准备收购斯特林电机领域的 Stirling Biopower 公司。
- **有望继续高增长，维持“增持”评级。**考虑公司对湘电风能的现金收购完成，假定风电整机价格小幅下降以及节能电机进展顺利，我们预计 2010/11/12 年 EPS 分别为 1.06/1.56/2.07 元，目前股价对应 11/12 年 PE 分别约为 26/18 倍。由于风电整机的利润贡献度已经明显下降，估值参照有所变化，略有低估，暂维持对公司的“增持”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5117.06	6760.33	9782.55	12889.11	15881.31
增长率	53.13%	32.11%	44.71%	31.76%	23.21%
母公司净利润	132.20	217.08	322.35	475.31	629.07
增长率	124.79%	64.21%	48.49%	47.45%	32.35%
毛利率	18.67%	17.87%	17.03%	17.19%	17.18%
EPS	0.435	0.714	1.060	1.562	2.068
ROE	10.11%	8.96%	11.90%	15.19%	17.06%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

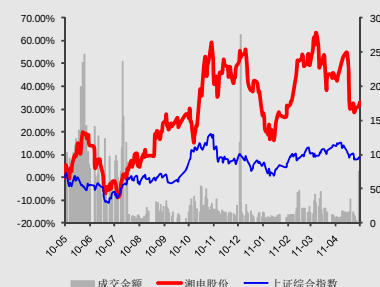
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	30,424
流通股 (万股)	30,424
控股股东	湘电集团有限公司
控股股东持股比例	34.57%

相关研究

湘电股份调研报告: 关注海上风电与电动汽车传动系统

2010.12.14

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	8,223	9,273	10,205	11,054	营业收入	6,760	9,783	12,889	15,881
货币资金	2,308	2,124	1,891	2,504	营业成本	5,552	8,116	10,674	13,153
应收与预付款项	4,180	4,329	5,120	5,217	营业税金及附加	43	62	82	101
存货	1,581	1,947	2,322	2,461	销售费用	374	528	670	794
非流动资产	1,930	2,067	2,125	2,102	管理费用	383	538	683	810
固定资产在建工程	1,541	1,721	1,820	1,840	财务费用	96	98	116	126
无形资产待摊费用	389	347	304	262	资产减值损失	114	110	140	170
资产总计	10,153	11,341	12,330	13,156	投资收益	14	16	17	18
流动负债	6,269	6,458	7,029	7,301	利润总额	266	376	561	755
短期借款	1,498	1,598	1,698	1,798	所得税	29	44	73	111
应付与预收账款	4,771	4,859	5,331	5,502	净利润	237	332	489	645
长期借款	410	410	410	410	少数股东损益	20	10	13	15
非流动负债	853	853	853	853	归属母公司净利	217	322	475	629
负债合计	7,122	7,311	7,883	8,154	EPS (元)	0.714	1.060	1.562	2.068
股本	304	304	304	304	主要财务比率				
资本公积	1,562	1,562	1,562	1,562	成长能力				
留存收益	556	842	1,263	1,821	营业收入	32.11%	44.71%	31.76%	23.21%
少数股东权益	609	619	632	647	净利润	36.18%	40.34%	47.00%	31.94%
归属于母公司权益	2,422	2,708	3,130	3,687	获利能力				
负债股东权益合计	10,153	10,638	11,644	12,489	毛利率	17.87%	17.03%	17.19%	17.18%
现金流量表					净利率	3.50%	3.40%	3.79%	4.06%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	8.96%	11.90%	15.19%	17.06%
经营活动现金流	-283	290	279	1,152	偿债能力				
净利润	224	291	455	618	资产负债率	70.15%	64.47%	63.93%	61.98%
折旧摊销	96	253	303	353	流动比率	1.24	1.26	1.29	1.35
资产减值损失	114	110	140	170	速动比率	1.00	0.97	0.97	1.03
利息费用	91	63	76	76	营运能力				
投资活动现金流	-407	-475	-483	-492	总资产周转率	0.67	0.86	1.05	1.21
融资活动现金流	1,096	1	-30	-48	应收账款周转率	1.74	2.48	2.77	3.38
现金流量净额	410	-183	-233	613	存货周转率	3.51	4.17	4.60	5.35

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。