



毛利率如期下滑，费用控制良好 增持 维持

投资要点:

- ☞ 上半年收入增长 9%，每股收益 0.19 元
- ☞ 受累于风机价格下降与稀土成本上升，风机毛利率下滑 6.1 个百分点，但费用控制良好
- ☞ 等待风机出口突破及新产品，维持“增持”评级

- **营收与净利分别增加 9.03% 和 5.56%，EPS 为 0.19 元。**上半年公司实现营业收入 35.05 亿元，同比增长 9.03%；归属上市公司净利润 1.14 亿元，同比增长 5.56%；每股收益 0.19 元，该业绩基本符合预期。主营业务中交流电机、风力发电系统与水泵产品收入分别增长 11%、1% 和 6%，主要是由于风机价格的继续下滑及风电需求增速下降使收入低于年初市场的预计。
- **风机毛利率如期下滑，但费用控制良好。**上半年风力发电系统业务毛利率下滑 6.1 个百分点至 8.03%，其主要原因包括风电竞争的激烈使风机价格出现进一步下滑、直驱风机主要原材料之一钕铁硼大幅涨价导致毛利率快速下降。但管理费用率与销售费用率分别下降了 0.7 和 0.9 个百分点，在销售费用大幅上升的情况下保证了业绩的小幅增长。
- **风机出口仍然未现大订单，等待取得突破。**湘电在电机领域的优势使其具备较强的技术实力，且由于出口的毛利率远高于国内水平，因此风机整机出口的突破一直是其看点之一，从中报来看尚未取得大额订单，仍需进一步等待。
- **传统电机稳步增长，期待新产品，维持“增持”评级。**我们预计公司未来三年的 EPS 分别为 0.46/0.70/0.94 元，目前股价对应 2011/12/13 年的 PE 分别为 22 倍、15 倍和 11 倍。公司的交流电机能够维持稳步增长，而新产品包括电动汽车零部件、碟式太阳能发电设备、核级泵及常规岛用泵等均有不错的前景，维持对公司的“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5117.06	6760.33	7409.17	8827.29	10310.83
收入增长率	53.13%	32.11%	9.60%	19.14%	16.81%
母公司净利润	132.20	217.08	281.87	427.30	570.05
净利润增长率	124.79%	64.21%	29.84%	51.59%	33.41%
EPS	0.217	0.357	0.463	0.702	0.937
毛利率	18.67%	17.87%	16.01%	17.18%	17.78%
ROE	10.11%	8.96%	10.55%	14.00%	16.03%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

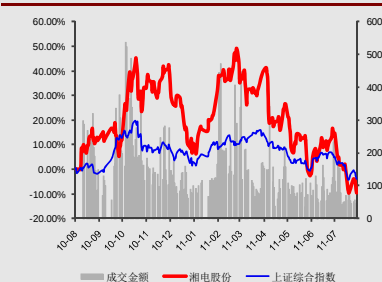
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	60,848.45
流通股 (万股)	60,848.45
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

- 1 《宏源证券*调研报告*湘电股份调研报告: 风电整机出口值得期待*600416* 新能源与电力设备行业*赵曦、王静》，2011.5
- 2 《宏源证券*调研报告*湘电股份调研报告: 关注海上风电与电动汽车传动系统*600416* 新能源与电力设备行业*赵曦、王静》，2010.12

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	8,822	9,553	11,081	营业收入	6,760	7,409	8,827	10,311
货币资金	2,308	1,943	1,567	1,557	营业成本	5,552	6,223	7,311	8,477
应收与预付款项	4,180	4,091	4,727	5,569	营业税金及附加	43	47	56	65
存货	1,581	1,914	2,386	3,083	销售费用	374	333	388	443
非流动资产	1,930	2,159	2,332	2,454	管理费用	383	370	433	495
固定资产在建工程	1,541	1,813	2,027	2,192	财务费用	96	116	133	150
无形资产待摊费用	389	347	304	262	资产减值损失	114	18	25	25
资产总计	10,153	10,981	11,885	13,535	投资收益	14	15	15	15
流动负债	6,269	6,134	6,663	7,808	利润总额	266	332	511	684
短期借款	1,498	1,598	1,698	1,798	所得税	29	41	72	100
应付与预收账款	4,771	4,536	4,964	6,010	净利润	237	291	439	584
长期借款	410	410	410	410	少数股东损益	20	9	12	14
非流动负债	853	853	853	853	归属母公司净利	217	282	427	570
负债合计	7,122	6,987	7,516	8,662	EPS (元)	0.357	0.463	0.702	0.937
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	806	1,185	1,690	营业收入	32.11%	9.60%	19.14%	16.81%
少数股东权益	609	617	629	643	净利润	36.18%	22.71%	51.13%	33.00%
归属于母公司权益	2,422	2,672	3,051	3,557	获利能力				
负债股东权益合计	10,153	10,277	11,196	12,861	毛利率	17.87%	16.01%	17.18%	17.78%
现金流量表					净利率	3.50%	3.92%	4.97%	5.66%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	8.96%	10.55%	14.00%	16.03%
经营活动现金流	-283	120	143	537	偿债能力				
净利润	224	263	411	556	资产负债率	70.15%	63.63%	63.24%	63.99%
折旧摊销	96	253	303	353	流动比率	1.24	1.25	1.26	1.27
资产减值损失	114	18	25	25	速动比率	1.00	0.95	0.91	0.89
利息费用	91	66	83	95	营运能力				
投资活动现金流	-407	-487	-487	-487	总资产周转率	0.67	0.67	0.74	0.76
融资活动现金流	1,096	2	-32	-60	应收账款周转率	1.74	1.99	2.05	2.03
现金流量净额	410	-365	-376	-11	存货周转率	3.51	3.25	3.06	2.75

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	张琚 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。