

方正证券研究所证券研究报告

高级研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

联系人：彭民（机械行业）

TEL: 010-68584886

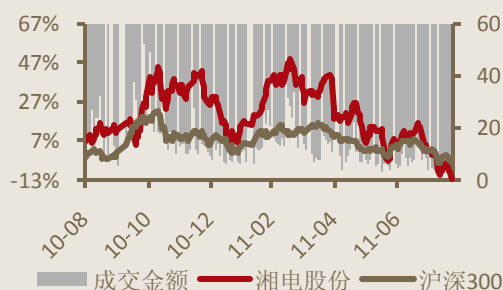
Email: pengmin@foundersc.com

联系人：戎毅仁（机械行业）

TEL: 010-68584856

Email: rongyiren@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6760.33	8164.47	12379.30	15262.59
(+/-)	32.11%	20.77%	51.62%	23.29%
净利润	217.08	280.69	449.46	651.45
(+/-)	64.21%	29.30%	60.13%	44.94%
EPS (元)	0.36	0.46	0.74	1.07
P/E	25.06	19.61	12.19	8.43

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

《多元化保障稳健增长，后续空间依然广阔》；

《“众人兼降我独增”，低谷行业中的高增长公司》；

《大股东减持“情理之中”，静待湘电风能 49%股权注入》；

请务必阅读最后特别声明与免责条款

风电产业领域重大结构性突破

湘电股份(600416)

公司事件点评报告

2011.09.29 买入

电气设备行业

事件：

近日，公司首台电励磁风力发电机型试验在国家风力发电机试验中心试验成功，各项数据均达到设计要求，这标志着公司在风电产业领域又一重大结构性突破。

点评：

※新产品有利于公司成本下降，成本可控性增强

上半年直驱永磁风机的主要原材料汝铁硼价格暴涨，汝铁硼在直驱永磁风机成本占比由 5%提升至 10%，由于生产成本急剧攀升，导致公司上半年风电业务毛利率下降 6.1 个百分点至 8.03%，对公司的盈利能力影响很大。而公司开发的新产品电励磁技术直驱风机不再需要用到汝铁硼，电机中的核心部件励磁线圈主要原材料为导线和铜，一方面导线和铜成本大大低于稀土材料汝铁硼，另一方面，导线和铜都是普通材料，相比汝铁硼其成本可控性更强。

※新产品获大合同，风机业务主要看国内市场回暖和海外业务扩张

公司已签订 50 台 10 万千瓦电励磁技术直驱风机合同，随着该技术的规模化应用，生产成本将进一步降低。从风机招标价格来看，国内市场呈现回暖趋势，招标价格已经止跌企稳，未来可能会小幅回升；此外，公司大力拓展海外风电市场，海外市场扩张值得期待。

※节能电机补贴落实，特种电机产能扩张有望引业绩高增长

公司交流电机产品大批入围《国家高效节能电机补贴目录》，随着下半年高效节能电机补贴工作的进一步落实，公司交流电机产品毛利率有望明显提升；另外公司随着特种电机产能扩张有望迎来业绩爆发式增长。

※多元化布局，长期增长可期，维持买入评级

除风电、电机、水泵等现有业务外，公司积极培育太阳能产业，加快碟式太阳能发电设备的开发和研制，预计明年能开发出实用产品，同时与美国莱特成立合资子公司，布局电动汽车关键零部件，公司长期增长可期。我们看好公司业务多元化稳健增长能力，以及海外市场突破后的广阔空间，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.46、0.74 与 1.07 元，对应动态 PE 为 20 倍、12 倍、8 倍，维持公司“买入”评级。

图表 1 2011-2013 分项业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
风力发电系统	2850.72	4163.83	4990.00	8460.00	10380.00
增长率	352.66%	46.06%	19.84%	69.54%	22.70%
毛利率	16.49%	12.70%	10.00%	13.00%	14.50%
交流电机	961.16	1168.41	1343.67	1585.53	1870.93
增长率	-20.66%	21.56%	15.00%	18.00%	18.00%
毛利率	31.48%	33.45%	33.40%	33.25%	33.25%
直流电机	157.46	233.37	443.40	576.42	691.71
增长率	-49.47%	48.21%	90.00%	30.00%	20.00%
毛利率	19.73%	24.86%	34.00%	38.00%	38.00%
泵及配套产品	668.72	783.24	900.73	1089.88	1362.35
增长率	1.79%	17.13%	15.00%	21.00%	25.00%
毛利率	17.42%	23.39%	23.50%	24.00%	25.00%
城轨交通	107.66	173.47	190.81	248.06	372.08
增长率		61.12%	10.00%	30.00%	50.00%
毛利率	2.74%	8.62%	13.00%	14.50%	16.00%
电动汽车产品			50.00	150.00	300.00
增长率				200.00%	100.00%
毛利率			28.00%	32.00%	32.00%
其他	314.50	200.24	200.24	200.24	200.24
增长率	-40.86%	-36.33%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	9.30%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入合计	5060.22	6722.56	8118.85	12310.13	15177.31
增长率	51.43%	32.85%	20.77%	51.62%	23.29%
综合毛利率	18.82%	17.82%	16.86%	17.97%	19.15%

数据来源：wind 方正证券机械组

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8251.60	7128.31	15027.36	13333.27	经营活动现金流	-97.70	1048.17	-354.72	1774.84
现金	2481.49	2935.49	4234.75	5367.39	净利润	236.80	295.46	473.12	685.74
应收账款	3631.32	1306.70	6538.30	3668.03	折旧摊销	96.34	110.81	176.02	225.00
其它应收款	106.31	173.34	179.15	233.59	财务费用	96.47	204.11	297.10	351.04
预付账款	194.93	389.30	408.20	505.18	投资损失	-13.80	-15.00	-12.12	-13.64
存货	1581.48	2272.81	3139.56	3379.15	营运资金变动	-494.59	440.78	-1285.19	528.27
其他	256.08	50.67	527.39	179.92	其它	-18.92	12.01	-3.65	-1.57
非流动资产	2146.76	2537.82	3879.89	4675.49	投资活动现金流	-350.40	-498.48	-1502.46	-1005.43
长期投资	147.81	162.81	174.93	188.57	资本支出	137.37	475.05	1301.42	767.99
固定资产	1320.25	1592.04	2462.51	3048.25	长期投资	-30.80	-15.00	-12.12	-13.64
无形资产	388.25	442.30	646.68	770.77	其他	-243.82	-38.43	-213.16	-251.08
其他	290.45	340.67	595.78	667.90	筹资活动现金流	1211.26	-665.36	-14.61	-427.19
资产总计	10398.36	9666.13	18907.25	18008.76	短期借款	192.10	-214.02	78.65	18.91
流动负债	6727.33	5820.94	14445.37	12988.13	长期借款	-85.00	-28.89	145.27	-27.84
短期借款	1498.47	1854.12	5103.82	5913.14	其他	1104.16	-422.45	-238.52	-418.25
应付账款	2823.82	864.40	5028.75	2506.42	现金净增加额	763.16	-115.67	-1871.78	342.22
其他	2405.04	3102.42	4312.80	4568.57					
非流动负债	639.97	518.67	690.32	675.69	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	410.00	381.11	526.38	498.53	成长能力				
其他	229.97	137.57	163.95	177.16	营业收入	32.11%	20.77%	51.62%	23.29%
负债合计	7367.30	6339.62	15135.69	13663.82	营业利润	7.49%	34.78%	82.73%	51.79%
少数股东权益	608.62	623.39	647.04	681.33	归属母公司净利润	64.21%	29.30%	60.13%	44.94%
归属母公司股东权益	2422.44	2703.13	3124.52	3663.60	获利能力				
负债和股东权益	10398.36	9666.13	18907.25	18008.76	毛利率	17.87%	16.86%	17.97%	19.15%
					净利率	3.50%	3.62%	3.82%	4.49%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	7.81%	8.88%	12.54%	15.78%
营业收入	6760.33	8164.47	12379.30	15262.59	ROIC	5.13%	5.82%	5.28%	6.65%
营业成本	5551.97	6787.74	10155.28	12340.08	偿债能力				
营业税金及附加	42.87	28.58	74.28	122.10	资产负债率	70.85%	65.59%	80.05%	75.87%
营业费用	373.76	363.32	557.07	686.82	净负债比率	70.25%	70.06%	153.40%	151.88%
管理费用	383.16	395.98	588.02	724.97	流动比率	1.23	1.22	1.04	1.03
财务费用	96.47	204.11	297.10	351.04	速动比率	0.99	0.83	0.82	0.77
资产减值损失	114.11	114.30	198.07	259.46	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.79	0.81	0.87	0.83
投资净收益	13.80	15.00	12.12	13.64	应收帐款周转率	2.51	3.31	3.16	2.99
营业利润	211.79	285.45	521.61	791.75	应付帐款周转率	2.70	3.68	3.45	3.28
营业外收入	57.88	50.00	40.00	25.00	每股指标(元)				
营业外支出	3.54	3.47	5.00	10.00	每股收益	0.36	0.46	0.74	1.07
利润总额	266.13	331.98	556.61	806.75	每股经营现金	-0.16	1.72	-0.58	2.92
所得税	29.33	36.52	83.49	121.01	每股净资产	4.96	5.47	6.20	7.14
净利润	236.80	295.46	473.12	685.74	估值比率				
少数股东损益	19.72	14.77	23.66	34.29	P/E	25.06	19.61	12.19	8.43
归属母公司净利润	217.08	280.69	449.46	651.45	P/B	2.82	2.66	2.30	1.96
EBITDA	362.47	442.79	732.62	1031.75	EV/EBITDA	20.00	16.37	12.88	8.87
EPS (元)	0.36	0.46	0.74	1.07					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com