

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

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：彭民(机械行业)

TEL: 010-68584886

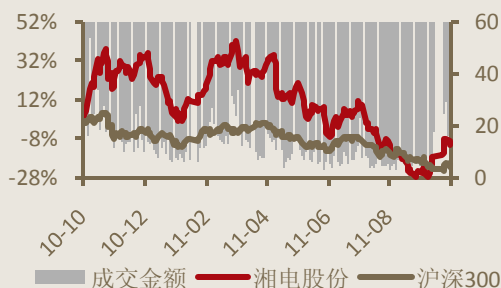
Email: pengmin@foundersc.com

联系人：周娅(机械行业)

TEL: 010-68584820

Email: zhouya@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	7630.14	10697.55	13134.25
(+/-)	32.11%	12.87%	40.20%	22.78%
净利润	217.08	239.71	398.07	563.58
(+/-)	64.21%	10.42%	66.06%	41.58%
EPS (元)	0.71	0.39	0.65	0.93
P/E	0.00	30.00	18.07	12.76

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

风电产业领域重大结构性突破

多元化保障稳健增长 后续空间依然广阔

请务必阅读最后特别声明与免责条款

3 季度业绩充分释放利空

亮点多多有望否极泰来

湘电股份(600416)

公司财报点评
2011.10.19 买入(维持)

电气设备行业

事件

公司 1-3 季度实现营业收入 47.09 亿元，同比增长 5.4%；实现净利润 1.23 亿元，同比下滑 34.5%；实现归属于母公司净利润 1.26 亿元，同比下滑 18.3%。

点评：

※成本涨价滞后传导以及财务费用大增，3 季度业绩低于预期

2011Q1-2011Q3 公司收入增速分别为 32.26%、9.03%、5.40%；营业利润增速分别为 1.92%、-19.67%、-42.04%；归属母公司股东净利润为 28.4%、19.43%、-18.32%；收入与利润逐步下降。其中 3 季度实现营收 11.8 亿元，同比下降 4.1%；实现归属母公司 1244 万元，同比下滑 79.02%，低于我们先前预期。

我们认为公司 3 季度业绩低于预期主要原因在于：

1、成本涨价：在风电招标价格处于较低位背景下，上半年直驱永磁风机的主要原材料钕铁硼价格暴涨（最高涨幅超过 10 倍），生产成本急剧攀升，受产品生产交付周期较长影响，原材料价格上涨压力滞后传导至 3 季度集中显现；另外公司今年 3 月与 5 月大量储备钕铁硼材料，低价原材料储备消耗完也是 3 季度业绩大幅低于预期的原因之一；

2、财务费用大增：1-3 季度公司财务费用 1.04 亿元，同比增长 161%。主要系公司上半年资产负债率处于较高水平（上半年 76.23%），且兼公司发行 9.5 亿元企业债，在国家持续紧缩政策下，导致财务费用急剧增加。

※“负面因素”充分释放，未来业绩有望“否极泰来”

虽然 3 季度业绩低于预期，但是从影响公司业绩的基本面因素来看：风电招标价格已经趋于底部未来有望提升；永磁材料价格已经暴涨处于高位，同时公司已成功开发出电励磁样机摆脱对永磁材料的依赖，生产成本将随电励磁风机的产业化而大幅下降；高额财务费用方面，国家紧缩政策已经趋于极致，未来进入微调松动期；多方面因素已充分反应了公司业绩“利空”因素。相反公司管理费用同比下降 6.7%，管理效能得到进一步提升，我们认为随着各项“利空因素”的充分释放，公司未来业绩将有望否极泰来逐步好转，4 季度将大幅好于 3 季度。

※利润来源稳健增长：电机受益节能补贴落实，水泵受益水利建设

目前公司利润几乎全部来源于：电机、水泵、军品三块业务；从已经公布的一、二、三批《国家高效节能电机补贴目录》来看，公司共有 1342 个交流电机产品大批入围，随 4 季度高效节能电机补贴工作进一步落实，

公司电机业务将最大化受益，未来 3-5 年复合增速有望 25%左右；公司同时为我国最大的工业泵生产上市企业，未来将最大化受益于十年 4 万亿元的水利建设，年均复合增速 20%左右；军品业务受益于我国海军大规模投资，前景广阔。

※未来看点仍多：新业务蓬勃开展，海外市场突破可期

公司在传统“风电+电机+水泵”多元化业务布局之上，还积极培育光热太阳能与新能源汽车业务。光热领域：加快碟式太阳能发电设备的开发和研制，预计明年能开发出碟式太阳能发电样机；新能源汽车领域：公司与美国莱特成立合资子公司，布局电动汽车关键零部件，预计明年能贡献收入约 1 亿元。

此外，除新业务蓬勃发展外，根据集团规划，十二五期间出口占比将达到 30%以上。目前公司大力拓展海外风电市场，正在洽谈的项目涉及保加利亚、阿根廷、伊朗等 10 多个国家 30 多个风场，海外市场值得期待。

※盈利预测与评级

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 为 0.39、0.65 与 0.93 元，对应动态 PE 为 26 倍、16 倍、11 倍；虽然受成本滞后传导影响与财务费用大幅增加影响 3 季度业绩低于预期，我们仍看好公司长期投资价值，伴随新业务的开展和海外市场的突破以及高效节能电机补贴的落实，尤其是公司海外风电业务的突破，公司盈利能力有望否极泰来，维持“买入”评级。

※风险提示

原材料价格大幅上涨风险；国际化进程不确定性、新业务成长的不确定性；

图表 1：2011-2013 年分项业务预测

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	6328.55	12988.36	11384.37	经营活动现金流	-97.70	1124.74	-440.82	1863.42
现金	2481.49	2743.37	3659.46	4618.92	净利润	236.80	228.29	419.02	593.24
应收账款	3631.32	983.53	5795.72	2987.36	折旧摊销	96.34	103.16	151.29	192.69
其它应收款	106.31	155.03	149.57	205.62	财务费用	96.47	209.49	339.66	425.08
预付账款	194.93	351.07	338.09	447.92	投资损失	-13.80	-15.00	-15.00	-20.00
存货	1581.48	2063.57	2574.00	2983.34	营运资金变动	-494.59	586.78	-1332.13	673.99
其他	256.08	31.98	471.52	141.21	其它	-18.92	12.01	-3.65	-1.57
非流动资产	2146.76	2370.45	3344.04	4036.77	投资活动现金流	-350.40	-323.47	-1106.36	-863.88
长期投资	147.81	162.81	177.81	197.81	资本支出	137.37	307.68	930.05	658.75
固定资产	1320.25	1479.23	2105.50	2598.75	长期投资	-30.80	-15.00	-15.00	-20.00
无形资产	388.25	415.96	560.87	665.09	其他	-243.82	-30.78	-191.31	-225.13
其他	290.45	312.46	499.86	575.12	筹资活动现金流	1211.26	-699.78	-119.37	-488.05
资产总计	10398.36	8699.00	16332.40	15421.14	短期借款	192.10	-214.02	78.65	18.91
流动负债	6727.33	4944.21	12060.39	10665.25	长期借款	-85.00	-52.12	83.80	-23.05
短期借款	1498.47	1444.84	4106.11	4573.00	其他	1104.16	-433.64	-281.81	-483.90
应付账款	2823.82	664.17	4385.35	2038.54	现金净增加额	763.16	101.50	-1666.55	511.49
其他	2405.04	2835.20	3568.93	4053.71					
非流动负债	639.97	495.45	605.62	595.78	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	410.00	357.88	441.68	418.62	成长能力				
其他	229.97	137.57	163.95	177.16	营业收入	32.11%	12.87%	40.20%	22.78%
负债合计	7367.30	5439.65	12666.02	11261.03	营业利润	7.49%	-5.57%	120.60%	49.41%
少数股东权益	608.62	597.20	618.15	647.81	归属母公司净利润	64.21%	10.42%	66.06%	41.58%
归属母公司股东权益	2422.44	2662.15	3048.24	3512.29	获利能力				
负债和股东权益	10398.36	8699.00	16332.40	15421.14	毛利率	17.87%	15.87%	18.66%	19.90%
					净利率	3.50%	2.99%	3.92%	4.52%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	7.81%	7.00%	11.43%	14.26%
营业收入	6760.33	7630.14	10697.55	13134.25	ROIC	4.91%	4.30%	5.60%	7.52%
营业成本	5551.97	6419.24	8701.51	10520.19	偿债能力				
营业税金及附加	42.87	22.89	64.19	105.07	资产负债率	70.85%	62.53%	77.55%	73.02%
营业费用	373.76	335.73	481.39	591.04	净负债比率	70.25%	58.05%	127.66%	123.84%
管理费用	383.16	366.25	513.48	630.44	流动比率	1.23	1.28	1.08	1.07
财务费用	96.47	209.49	339.66	425.08	速动比率	0.99	0.86	0.86	0.79
资产减值损失	114.11	91.56	171.16	223.28	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	0.80	0.85	0.83
投资净收益	13.80	15.00	15.00	20.00	应收帐款周转率	2.51	3.31	3.16	2.99
营业利润	211.79	199.99	441.16	659.13	应付帐款周转率	2.70	3.68	3.45	3.28
营业外收入	57.88	60.00	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	0.71	0.39	0.65	0.93
利润总额	266.13	256.51	476.16	674.13	每股经营现金	-0.16	1.85	-0.72	3.06
所得税	29.33	28.22	57.14	80.90	每股净资产	9.96	5.36	6.03	6.84
净利润	236.80	228.29	419.02	593.24	估值比率				
少数股东损益	19.72	-11.41	20.95	29.66	P/E	0.00	30.00	18.07	12.76
归属母公司净利润	217.08	239.71	398.07	563.58	P/B	0.00	2.70	2.36	2.05
EBITDA	351.25	325.00	646.18	937.28	EV/EBITDA	0.92	21.47	13.74	8.99
EPS (元)	0.71	0.39	0.65	0.93					

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