

王鹏, CFA
0755-25310483
wpeng@cmschina.com.cn

2009年9月30日

湘电股份(600416.SH)/18.36元

加强风电关键零部件优势, 布局海上风电市场

工业·电力设备

目标估值: 19-23元

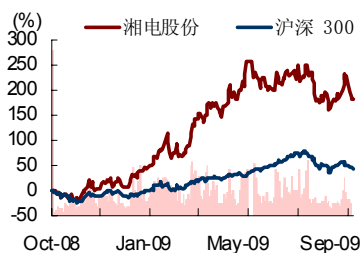
强烈推荐-B(上调)

基础数据

上证综指	2764
总股本(万股)	23500
已上市流通股(万股)	16143
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	73.1%
主要股东	湘电集团有限公司
主要股东持股比例	38.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	16	150
相对表现	-1	-3	118



相关报告

- 1、《湘电股份(600416)-石破天惊, 以优势产品争霸风电产业》2007/11/05
- 2、《风电设备产业专题报告-群雄逐鹿, 鏖战在即》2007/11/30
- 3、《大能源专题报告之六: 风力发电-取之不尽的清洁能源》2008/9/10
- 4、《电力设备行业2009年中期投资策略-新能源与智能电网成为主旋律》2009/6/15

我们于9月28日参加了公司股东大会, 先后与公司董事长、总经理进行了交流。公司目前已经实现了2MW风电机组的批量生产, 并计划进一步扩大产能, 通过在发电机、主轴轴承等关键零部件方面的生产实力, 提高湘电股份在风电整机领域的竞争优势。公司已处于快速增长阶段, 给予“强烈推荐”的投资评级。

- **2MW风电整机产能快速提高:** 目前公司已经形成了年产1000台2MW风电整机的产能, 预计2009年可生产300台左右, 2010年可生产600, 力争完成800台, 2011年产量将达到1000台。公司现有2010年交货的风电整机订单约400台左右, 订单数量在不断增加, 可以满足产能释放的需要。
- **公司将继续扩大2MW风力发电机和1.5MW风力发电机的产能:** 本次股东大会审议通过了公司扩大风力发电机生产能力项目的议案。公司将投资6.02亿元进行扩产, 计划于2011年投产, 2012年达产。达产后将实现年产直驱永磁风力发电机1500台, 双馈异步风力发电机2500台。上述发电机产能除了满足公司自身风电整机生产需要外, 还将向国内主要风电整机生产企业供货。湘电股份从2009年起成为东方电气双馈异步风电整机的主要发电机供应商。
- **收购荷兰达尔文公司, 积极布局海上风电市场:** 湘电股份控股子公司湘电风能有限公司通过竞拍, 以1000万欧元收购荷兰达尔文公司, 并获得了该公司研制的DD115-5MW海上风机的知识产权。该机型获得欧洲风能协会专家的高度评价, 预计2010年上半年将实现首台机组下线。收购达尔文公司为湘电股份建立欧洲生产基地, 开拓荷兰和英国海上风场建立了桥头堡。在国内, 公司也积极规划在福建和江苏两省建立海上风机生产基地。
- **核泵产品国产化率逐步提高, 市场前景巨大:** 公司控股子公司长沙水泵厂生产的混凝土蜗壳泵先后中标红沿河一期、二期和宁德核电站项目。产品的国产化率将由前4台产品的20%, 提高到第7台产品的80%。在未来的核泵招标中将处于投标联合体的主导地位。
- **给予“强烈推荐”投资评级:** 我们预计公司2009至2011年的每股收益为0.55, 1.04和1.66元, 按2010年20倍市盈率计算, 估值区间为19-23元, 上调为“强烈推荐-B”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2655	3342	5090	7421	10099
同比增长	19%	26%	52%	46%	36%
营业利润(百万元)	80		315	584	931
同比增长	-15%	-124%	-	85%	59%
净利润(百万元)	73	59	129	245	391
同比增长	-12%	-19%	120%	89%	60%
每股收益(元)	0.31	0.25	0.55	1.04	1.66
PE	59.2	73.4	33.4	17.6	11.0
PB	3.8	3.6	3.4	2.9	2.4

资料来源: 招商证券

□ **风电主轴轴承生产基地有望 2010 年初投产:** 公司与世界主要的风电主轴轴承生产企业美国铁姆肯公司合资成立的铁姆肯湘电（湖南）轴承有限公司（湘电股份持股 20%）目前已完成厂房建设，预计 2010 年初可以投产。该公司设计年产直驱式风力发电机主轴轴承 300 套，是公司控制关键零部件成本的重要举措。

□ **湘电集团有限公司未来有望退出湘电风能有限公司股权:** 湘电集团目前持有湘电风能有限公司 49% 的股权，并持有湘电股份 38.6% 的股权。而湘电风能有限公司已成为湘电股份的主要利润来源，这就产生了上市公司湘电股份可能向集团公司输送利润的嫌疑。为避开这一嫌疑，预计集团公司将在 2011 年基本退出湘电风能有限公司。

表 1、销售收入结构预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2655.0	3342.0	5090.5	7422.5	10100.4
交流电机	1355.0	1211.0	1029.4	926.4	880.1
直流电机	324.0	311.6	93.5	102.8	113.1
车辆	216.0	-	-	-	-
城轨车辆	77.0	77.6	38.8	46.6	51.2
水泵及配套产品	349.0	657.0	788.4	946.1	1135.3
风能发电系统	-	629.8	2640.0	4800.0	7200.0
备品备件及其他	334.0	455.0	500.5	600.6	720.7
收入增长率	21.8	25.9%	52.3%	45.8%	36.1%
交流电机	45.4%	-10.6%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
直流电机	2.9%	-3.8%	-70.0%	10.0%	10.0%
车辆	2.9%	-	-	-	-
城轨车辆	384.3%	0.8%	-50.0%	20.0%	10.0%
水泵及配套产品	-31.4%	88.3%	20.0%	20.0%	20.0%
风能发电系统	-	-	319.2%	81.8%	50.0%
毛利率	22.9%	18.7%	19.9%	19.1%	18.6%
交流电机	21.0%	20.6%	25.0%	24.7%	24.5%
直流电机	30.2%	39.8%	31.0%	30.5%	30.5%
车辆	2.3%	-	-	-	-
城轨车辆	2.9%	6.2%	6.0%	6.2%	6.4%
水泵及配套产品	20.9%	13.7%	15.0%	15.7%	16.0%
风能发电系统	-	3.7%	19.3%	18.7%	18.2%

资料来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2655	3342	5090	7421	10099
营业成本	2129	2816	4078	6001	8221
营业税金及附加	8	10	15	22	30
营业费用	176	223	301	376	432
管理费用	199	226	316	380	429
财务费用	39	64	69	63	61
资产减值损失	9	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(15)	1	5	5	5
营业利润	80	(19)	315	584	931
营业外收入	42	119	2	2	2
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	121	97	313	581	928
所得税	43	29	59	110	176
净利润	78	68	253	471	752
少数股东损益	5	9	124	226	361
归属于母公司净利润	73	59	129	245	391
EPS (元)	0.31	0.25	0.55	1.04	1.66

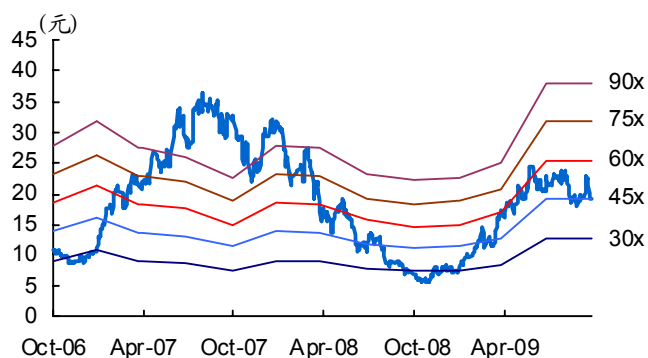
资料来源: 招商证券

表 4: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	537	766	879	1160	797	1341
营业毛利	115	136	122	153	151	274
营业费用	43	43	42	96	49	76
管理费用	47	58	47	74	65	89
财务费用	15	20	14	14	16	15
投资收益	0	0	1	0	0	2
营业利润	8	9	17	-53	21	90
归属母公司净利润	5	9	10	35	12	43
EPS (元)	0.02	0.04	0.04	0.15	0.05	0.18
主要比率						
毛利率	21.4%	17.7%	13.9%	13.2%	19.0%	20.4%
营业费用率	8.0%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	8.7%	7.6%	5.4%	6.4%	8.2%	6.6%
营业利润率	1.5%	1.2%	1.9%	-4.6%	2.7%	6.7%
有效税率	43.1%	25.6%	55.7%	22.4%	15.7%	11.3%
净利率	0.9%	1.2%	1.1%	3.0%	1.5%	3.2%
YoY						
收入	3.8%	0.9%	45.2%	49.9%	48.5%	75.1%
归属母公司净利润	-74.3%	-55.6%	-24.2%	66.9%	146.2%	380.1%

资料来源: 招商证券

图 1: 湘电股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 湘电股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《湘电股份(600416)-石破天惊,以优势产品争霸风电产业》 2007/11/05
- 2、《风电设备产业专题报告-群雄逐鹿,鏖战在即》 2007/11/30
- 3、《大能源专题报告之六:风力发电-取之不尽的清洁能源》 2008/9/10
- 4、《电力设备行业 2009 年中期投资策略-新能源与智能电网成为主旋律》 2009/6/15

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2282	3516	4672	6272	8265
现金	469	837	900	913	1278
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	60	87	119	15
应收款项	731	1047	1512	2131	2799
其它应收款	158	135	204	282	374
存货	848	1141	1615	2317	3093
其他	64	296	355	510	707
非流动资产	1328	1516	1581	1638	1694
长期股权投资	225	92	104	104	104
固定资产	465	898	973	1042	1109
无形资产	215	135	122	110	99
其他	424	390	383	383	383
资产总计	3610	5032	6253	7910	9959
流动负债	2312	3529	4405	5659	7055
短期借款	799	1049	1063	1000	1000
应付账款	473	811	1142	1620	2137
预收账款	286	794	1101	1560	2055
其他	753	875	1099	1479	1863
长期负债	117	78	221	205	188
长期借款	70	20	165	149	132
其他	47	58	56	56	56
负债合计	2429	3608	4626	5864	7243
股本	235	235	235	235	235
资本公积金	660	685	685	685	685
留存收益	232	271	350	543	852
少数股东权益	54	232	356	582	943
母公司所有者权益	1127	1192	1270	1464	1773
负债及权益合计	3610	5032	6253	7910	9959

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(186)	84	122	286	619
净利润			129	245	391
折旧摊销			42	43	44
财务费用			69	63	61
投资收益			(5)	(5)	(5)
营运资金变动			(173)	(300)	(248)
其它			60	240	376
投资活动现金流	(199)	(8)	(102)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			(2)	0	0
筹资活动现金流	191	93	43	(173)	(154)
借款变动			159	(63)	(17)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(51)	(51)	(82)
其他			(66)	(58)	(56)
现金净增加额	(194)	170	63	13	364

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2655	3342	5090	7421	10099
营业成本	2129	2816	4078	6001	8221
营业税金及附加	8	10	15	22	30
营业费用	176	223	301	376	432
管理费用	199	226	316	380	429
财务费用	39	64	69	63	61
资产减值损失	9	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(15)	1	5	5	5
营业利润	80	(19)	315	584	931
营业外收入	42	119	2	2	2
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	121	97	313	581	928
所得税	43	29	59	110	176
净利润	78	68	253	471	752
少数股东损益	5	9	124	226	361
母公司所有者净利润	73	59	129	245	391
EPS (元)	0.31	0.25	0.55	1.04	1.66

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	19%	26%	52%	46%	36%
营业利润	-15%	-124%	-	85%	59%
净利润	-12%	-19%	120%	89%	60%
获利能力					
毛利率	19.8%	15.7%	19.9%	19.1%	18.6%
净利率	2.7%	1.8%	2.5%	3.3%	3.9%
ROE	6.5%	4.9%	10.2%	16.7%	22.1%
ROIC	3.7%	1.3%	10.9%	16.3%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	67.3%	71.7%	74.0%	74.1%	72.7%
净负债比率	24.1%	21.2%	19.6%	14.7%	11.5%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	2.9	2.8	3.0	3.1	3.0
应收帐款周转率	4.1	3.8	4.0	4.1	4.1
应付帐款周转率	5.0	4.4	4.2	4.3	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.31	0.25	0.55	1.04	1.66
每股经营现金	-0.79	0.36	0.52	1.22	2.63
每股净资产	4.80	5.07	5.41	6.23	7.54
每股股利	0.14	0.10	0.12	0.22	0.35
估值比率					
PE	59.2	73.4	33.4	17.6	11.0
PB	3.8	3.6	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	213.2	401.3	64.2	39.6	26.4

分析师简介

王鹏, CFA: 工学学士, MBA, 7 年证券从业经验, 现为招商证券电力设备行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。