

湘电股份 (600416)

证券研究报告
2021年11月26日

高管调整实现主业聚焦，军工+风电双轮驱动电磁/综合电力龙头进入高成长轨道

● **高管调整实现主业聚焦，管理机制理顺后经营能力/盈利能力驱动业绩持续释放**
11月19日，公司发布《关于公司部分高级管理人员变动的公告》，聘任现湘电动力总经理、通达电磁能股份有限公司董事长张越雷先生为公司新一任总经理，同时聘任廖劲高先生为公司常务副总经理，聘任李正康先生、王大志先生为公司副总经理。

我们认为，本次高管调整是公司聚焦军工核心主业、理顺管理体制的重要战略转型：

1. 张越雷先生作为现任湘电动力总经理、通达电磁能股份有限公司董事长，其担任上市公司总经理反映公司整合综合电力推进系统+电磁弹射核心业务的决心，军工主业伴随海军装备发展有望实现快速放量。
2. 同时，我们认为公司管理体制理顺，提质增效后公司经营能力及管理能力有望提升，催化公司业绩实现进一步放量。

● **湘电动力电推/发射核心技术国内唯一，坚持创新驱动构筑行业壁垒**

公司为我国老牌军工配套企业，2020年资产剥离完成后业务聚焦“电机+电控+电磁能”三大优势板块。公司在军工装备制造领域掌握的核心技术主要为国内顶级高技术专家团队研发的特种装备推进技术和发射技术的工程化，为目前国内最先进、国际最前沿的技术，子公司湘电动力是国内唯一拥有此核心技术的企业。同时，据公司公告披露，公司组建湘电长沙研究院，以永磁直驱技术为切入点，以高效智能装备全电化技术研发为主攻方向，打造新技术、新产品开发及推广运用平台，永磁直驱电传动系统等3个项目已实现市场化推广运用，电传动系统成套技术水平显著提升。

我们认为，公司作为国内唯一具备特种装备推进/发射核心技术的企业主体，持续推进全电技术创新迭代与市场化落地，预计将长期保持技术优势与垄断性产业地位，公司产品或将伴随产业“十四五”军品需求上量实现快速放量。

● **深度布局国内大型风电整机厂合作，政策驱动下风力发电机业务有望加速排产**

公司作为国内最大的电机生产企业之一，电机产品在国际电机行业也具有较高的知名度和市场影响力，公司大型兆瓦级系列风力发电机、高效节能电机在行业中具有强劲的竞争力，产品远销世界80余个国家和地区。技术层面看，公司拥有国家企业技术中心、海上风力发电技术与检测国家重点实验室、国家能源风力发电机研发实验中心等3个国家级创新平台，湖南省风力发电工程技术研究中心等3个省级创新平台，多项核心技术处于国内外领先水平。

我国风电产业经过快速发展，是全国少数在国际取得领先优势的产业，国家陆续推出的实行竞争配置、加快风电消纳的相关政策加速海上风电建设以及平价上网的到来，行业发展再次加速。公司永磁直驱风力发电系统整机业务剥离后，公司加大了与国内大型风电整机厂商合作，风力发电机业务对外拓展稳步推进，预计将充分受益于“十四五”风电需求增长，产品有望实现快速放量。

盈利预测与评级：综上所述，公司高管调整后核心主业综合电推系统/电磁弹射业务实现主业聚焦，军品大额订单预示业务或进入显著放量阶段；同时，民品电机业务有望充分受益于下游风电领域需求增长，对应业务有望实现加速排产。考虑到2021年风电业务剥离，相关业务正处于调整期，我们将公司2021-23预测营业收入由56.10、74.46、98.36调整至47.40、62.73、80.15亿元，对应归母净利润1.25、3.02、4.58亿元，对应PE为161.93、67.12、44.30x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观流动性风险，原材料价格波动风险，产品需求波动风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,204.77	4,696.46	4,739.51	6,272.58	8,015.47
增长率(%)	(16.04)	(9.77)	0.92	32.35	27.79
EBITDA(百万元)	(155.88)	744.13	486.37	657.46	838.07
净利润(百万元)	(1,578.92)	75.26	125.18	301.97	457.55
增长率(%)	(17.41)	(104.77)	66.32	141.23	51.52
EPS(元/股)	(1.37)	0.07	0.11	0.26	0.40
市盈率(P/E)	(12.84)	269.32	161.93	67.12	44.30
市净率(P/B)	7.67	7.40	6.42	5.86	5.18
市销率(P/S)	3.89	4.32	4.28	3.23	2.53
EV/EBITDA	(55.91)	30.97	46.12	35.40	26.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	17.55元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,154.95
流通A股股本(百万股)	628.63
A股总市值(百万元)	20,269.41
流通A股市值(百万元)	11,032.48
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	63.87
一年内最高/最低(元)	23.23/12.88

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

王纪斌 分析师
SAC执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《湘电股份-季报点评:公司进入边际成本下降阶段，叠加负债率持续下降或进入毛利率拐点》 2021-04-13
- 2 《*ST湘电-年报点评报告:业绩扭亏为盈有望实现摘星脱帽，电磁/综合电力龙头或将进入高成长轨道》 2021-03-29
- 3 《*ST湘电-公司点评:2020全年预盈曙光望至，大额军品订单或将于2021年启动放量》 2021-02-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,364.33	1,842.89	2,770.55	1,825.25	2,679.90
应收票据及应收账款	4,831.10	3,626.31	3,193.32	5,204.97	4,324.54
预付账款	340.44	236.18	286.89	420.50	474.65
存货	2,402.29	1,926.35	1,985.28	2,951.37	2,434.71
其他	1,050.55	1,435.04	1,320.69	1,801.22	1,367.88
流动资产合计	10,988.71	9,066.78	9,556.74	12,203.30	11,281.69
长期股权投资	16.68	14.35	8.66	5.51	3.40
固定资产	2,136.83	1,843.36	1,734.60	1,608.45	1,471.95
在建工程	169.38	92.19	62.84	45.83	38.23
无形资产	1,972.43	1,651.66	1,538.24	1,426.33	1,315.67
其他	1,750.98	73.83	104.31	156.12	111.42
非流动资产合计	6,046.30	3,675.40	3,448.65	3,242.23	2,940.68
资产总计	17,035.01	12,742.18	13,005.38	15,445.53	14,222.37
短期借款	5,200.86	3,977.50	3,679.00	3,699.00	3,743.00
应付票据及应付账款	5,483.10	3,473.13	3,102.28	5,115.43	3,570.56
其他	2,436.85	1,107.94	1,568.64	1,720.77	1,611.03
流动负债合计	13,120.81	8,558.56	8,349.92	10,535.20	8,924.59
长期借款	110.89	479.60	418.20	379.10	342.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	598.79	392.15	507.47	499.47	466.36
非流动负债合计	709.67	871.75	925.67	878.57	808.46
负债合计	13,830.48	9,430.31	9,275.59	11,413.77	9,733.06
少数股东权益	560.43	573.08	573.08	573.08	573.08
股本	945.83	945.83	1,154.95	1,154.95	1,154.95
资本公积	4,846.63	4,846.63	4,846.63	4,846.63	4,846.63
留存收益	1,816.55	1,876.58	2,001.76	2,303.73	2,761.28
其他	(4,964.92)	(4,930.26)	(4,846.63)	(4,846.63)	(4,846.63)
股东权益合计	3,204.52	3,311.87	3,729.79	4,031.76	4,489.31
负债和股东权益总计	17,035.01	12,742.18	13,005.38	15,445.53	14,222.37

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(1,581.81)	105.04	125.18	301.97	457.55
折旧摊销	240.50	256.96	263.61	269.05	272.63
财务费用	324.40	266.93	210.06	164.80	199.93
投资损失	(133.07)	(350.18)	(204.00)	(276.00)	(257.00)
营运资金变动	1,129.39	1,442.16	332.16	(1,450.08)	202.46
其它	229.51	(1,637.38)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	208.92	83.52	727.00	(990.27)	875.57
资本支出	(193.11)	(230.16)	(108.94)	18.82	48.89
长期投资	(20.47)	(2.33)	(5.69)	(3.15)	(2.11)
其他	235.85	1,112.71	312.25	249.51	194.44
投资活动现金流	22.28	880.22	197.62	265.18	241.22
债权融资	5,851.45	4,545.26	4,465.61	4,410.19	4,347.99
股权融资	(456.96)	(223.50)	82.69	(164.80)	(199.93)
其他	(6,204.36)	(5,135.97)	(4,545.26)	(4,465.61)	(4,410.19)
筹资活动现金流	(809.87)	(814.21)	3.04	(220.21)	(262.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(578.67)	149.53	927.66	(945.31)	854.65

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,204.77	4,696.46	4,739.51	6,272.58	8,015.47
营业成本	4,841.11	4,067.12	4,093.57	5,418.27	6,827.42
营业税金及附加	37.00	31.76	31.75	40.77	51.30
营业费用	739.56	220.36	218.02	284.78	336.65
管理费用	297.68	222.67	222.76	220.17	245.27
研发费用	161.86	174.29	147.40	190.06	241.27
财务费用	334.64	258.16	210.06	164.80	199.93
资产减值损失	(181.15)	5.72	7.25	6.12	5.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	133.05	338.34	204.00	276.00	257.00
其他	258.61	(694.34)	(408.00)	(552.00)	(514.00)
营业利润	(1,417.59)	72.38	12.70	223.62	365.50
营业外收入	116.54	78.60	151.00	136.20	159.00
营业外支出	269.28	10.28	7.23	4.56	4.56
利润总额	(1,570.33)	140.70	156.47	355.26	519.94
所得税	11.48	35.67	31.29	53.29	62.39
净利润	(1,581.81)	105.04	125.18	301.97	457.55
少数股东损益	(2.89)	29.78	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(1,578.92)	75.26	125.18	301.97	457.55
每股收益(元)	(1.37)	0.07	0.11	0.26	0.40

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-16.04%	-9.77%	0.92%	32.35%	27.79%
营业利润	-28.82%	-105.11%	-82.45%	1660.64%	63.45%
归属于母公司净利润	-17.41%	-104.77%	66.32%	141.23%	51.52%
获利能力					
毛利率	6.99%	13.40%	13.63%	13.62%	14.82%
净利率	-30.34%	1.60%	2.64%	4.81%	5.71%
ROE	-59.71%	2.75%	3.97%	8.73%	11.68%
ROIC	-15.22%	5.36%	3.00%	6.21%	7.70%
偿债能力					
资产负债率	81.19%	74.01%	71.32%	73.90%	68.43%
净负债率	108.82%	81.60%	45.45%	64.11%	37.16%
流动比率	0.84	1.06	1.14	1.16	1.26
速动比率	0.65	0.83	0.91	0.88	0.99
营运能力					
应收账款周转率	0.85	1.11	1.39	1.49	1.68
存货周转率	2.08	2.17	2.42	2.54	2.98
总资产周转率	0.28	0.32	0.37	0.44	0.54
每股指标(元)					
每股收益	-1.37	0.07	0.11	0.26	0.40
每股经营现金流	0.18	0.07	0.63	-0.86	0.76
每股净资产	2.29	2.37	2.73	2.99	3.39
估值比率					
市盈率	-12.84	269.32	161.93	67.12	44.30
市净率	7.67	7.40	6.42	5.86	5.18
EV/EBITDA	-55.91	30.97	46.12	35.40	26.73
EV/EBIT	-21.99	47.30	100.70	59.91	39.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com