

舰船综合电力系统加速前行

——湘电股份（600416）深度报告

2016年12月12日

强烈推荐/首次

湘电股份 深度报告

报告摘要：

军民融合专注电机主业。母公司湘电集团创建80余年，长期专注于军民用电机领域研发生产，创造国内军民用电机应用多个第一；湘电股份已成为湘电集团主业发展平台，营收占母公司总营收比重超过80%。

传统主业稳步发展。公司依托电传动核心技术发展交直流电机、风力发电系统、水泵及电气成套牵引系统等业务。2015年风力发电系统贡献公司约56%营收及62%毛利，受益于“十三五”期间国家风电产业持续发展及风电运维潜在数百亿巨大市场，公司风电业务有望保持超过15%复合增速。受益于节能电机、电气传动领域持续投入，公司交直流电机、水泵及电气成套牵引系统等业务有望保持稳步增长。

舰船综合电力系统加速前行。综合电力系统因其可显著提高舰船隐身性、机动性、操控性和续航力，并为舰载高能武器应用提供足够电力，目前已成为国内外舰船动力平台发展大趋势。未来十年我国军用市场规模预计超200亿，作为电力推进系统行业龙头，公司定增25亿加速推进舰船综合电力系统产业化，未来有望尽享舰船行业发展红利；在国家军民融合及“一带一路”战略指引下，公司有望实现“军转民”拓展千亿美元级民用市场。

试点职业经理人，改革步伐加快。作为湖南省国资委确定的首批试点单位之一，公司2016年初试点职业经理人制度，截至2016年9月改革效果初显经营效率提升，随着改革深入推进，未来有望持续改善公司经营效率。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2016-2018年营业收入分别为110.3亿元、126.2亿元和147.3亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.46亿元、2.45亿元和3.53亿元；每股收益分别为0.15元、0.26元和0.37元，对应PE分别为84.55、50.15和34.81。考虑到综合电力系统为海军舰艇的最核心分系统之一，给予公司2017年80倍PE，目标价20.75元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,749.44	9,500.41	11,031.3	12,623.2	14,726.1
增长率(%)	16.95%	22.59%	16.11%	14.43%	16.66%
净利润(百万元)	54.40	46.54	145.54	245.37	353.47
增长率(%)	-0.94%	-14.45%	212.73%	68.60%	44.06%
净资产收益率(%)	2.55%	1.65%	2.87%	4.69%	6.45%
每股收益(元)	0.09	0.09	0.15	0.26	0.37
PE	144.56	144.56	84.55	50.15	34.81
PB	3.71	2.52	2.43	2.35	2.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032 y angm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

联系人：彭磊

010-66554036 penglei@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480116090061

联系人：邱日尧

01066554034 qiury@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480115110069

联系人：李永乐

010-66554047 liyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480116050067

联系人：王加燊

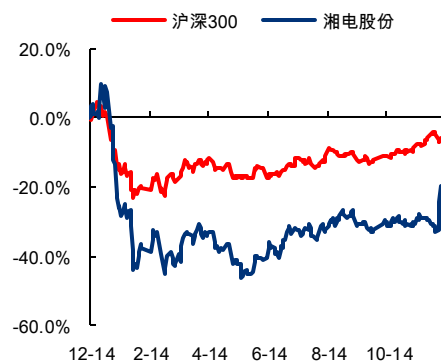
010-66554142 wang_jw@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480116110054

交易数据

52周股价区间(元)	15.5-18.15
总市值(亿元)	146.6
流通市值(亿元)	108.95
总股本/流通A股(万股)	94583/70293
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.44

52周股价走势图



资料来源：贝格数据，东兴证券研究所

目 录

1. 专注电机主业，军民融合典范	5
1.1 母公司深耕电机领域多年	5
1.2 优质资产集聚上市公司平台	6
1.3 风电产业贡献公司主要经营指标	8
2. 定增 25 亿，加速推进舰船综合电力系统	11
2.1 舰船综合电力系统大势所趋	11
2.2 国内军用市场规模百亿量级	13
2.3 全球民用市场规模千亿量级	14
2.4 定增助力加速前行	16
3. 试点职业经理人，改革步伐加快	18
3.1 建立职业经理人制度将成为国企改革重要方向	18
3.2 首批单位试点职业经理人制度	18
3.3 效果初显经营效率提升	18
4. 盈利预测及投资评级	19
5. 风险提示	19

表格目录

表 1: 湘电股份上市以来主要资本运作事件	7
表 2: 风电全寿命周期服务划分	10
表 3: 中美两国航母编队标准配置及研制费用预估	13
表 4: 我国新建舰艇维修保障费用预估（单位：亿美元）	14
表 5: 近年来国内船用电力推进领域重要事件一览	16
表 6: 公司募集资金投资计划	17
表 7: 湘电股份与 712 所优势比较	17
表 8: 公司盈利预测表	20

插图目录

图 1: 湘电集团发展历程	5
图 2: 湘电集团创造国内多个第一	5
图 3: 湘电集团军工经营资质	6
图 4: 湘电集团组织结构	6
图 5: 湘电股份股本变化历程（单位：万股）	7
图 6: 湘电股份及湘电集团营收变化（单位：亿）	7
图 7: 湘电股份 2015 年各板块营收占比	8
图 8: 湘电股份 2015 年各板块毛利占比	8
图 9: 湘电股份近五年营收变化（单位：亿元）	8
图 10: 湘电股份风电产业近五年营收变化（单位：亿元）	8
图 11: 湘电股份归母净利润变化（单位：万元）	9
图 12: 湘电股份毛利率及三费占比变化	9
图 13: 我国风电装机规模变化（单位：GW）	9
图 14: 湘电风能 2015 年风电新增装机规模市场占有率	9
图 15: 湘电风能技术优势	10
图 16: 湘电风能国家重点实验室	10
图 17: 风电运维市场规模预测	10
图 18: 舰船推进系统发展历程及驱动因素	11
图 19: 舰船综合电力系统示意图	11
图 20: 舰船综合电力系统价值	12
图 21: CVN-78 航母计划采用综合电力系统	12
图 22: DDG-1000 驱逐舰已采用综合电力系统	12
图 23: 美国航母编队构成	13
图 24: 某型机械推进水面舰艇费用构成	14
图 25: 玛丽皇后二号豪华游轮采用电力推进系统	15
图 26: 全球全电推进船舶数量呈指数增长	15
图 27: 2013 年全球船用电力推进系统应用组成	16
图 28: 湘电股份定增方案批复流程	17
图 29: 国企建立职业经理人制度意义	18
图 30: 湘电集团出台政策试点职业经理人制度	18
图 31: 湘电股份经营效率提升	19

1. 专注电机主业，军民融合典范

1.1 母公司深耕电机领域多年

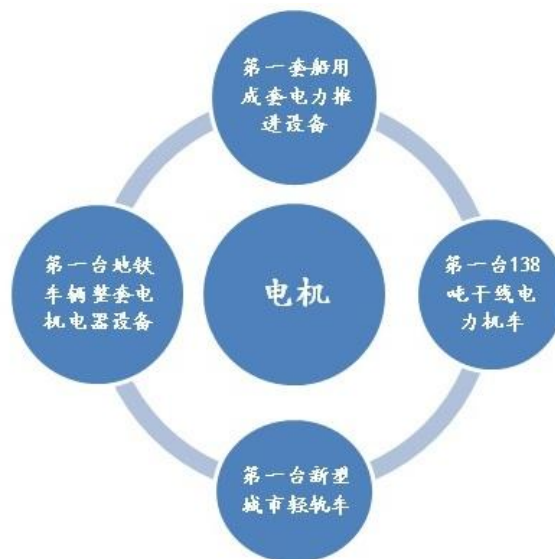
湘电股份母公司湘电集团创建于1936年，前身为国民政府资源委员会中央电工器材厂，“一五”期间被列入国家156项重点建设项目，目前已发展成为我国电工行业骨干企业、国家重大技术装备生产研制基地、国防装备定点生产厂家。湘电集团深耕军民用电机领域多年，创造国内多个第一。

图 1：湘电集团发展历程



资料来源：湘电集团官网，东兴证券研究所

图 2：湘电集团创造国内多个第一



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图 3: 湘电集团军工经营资质

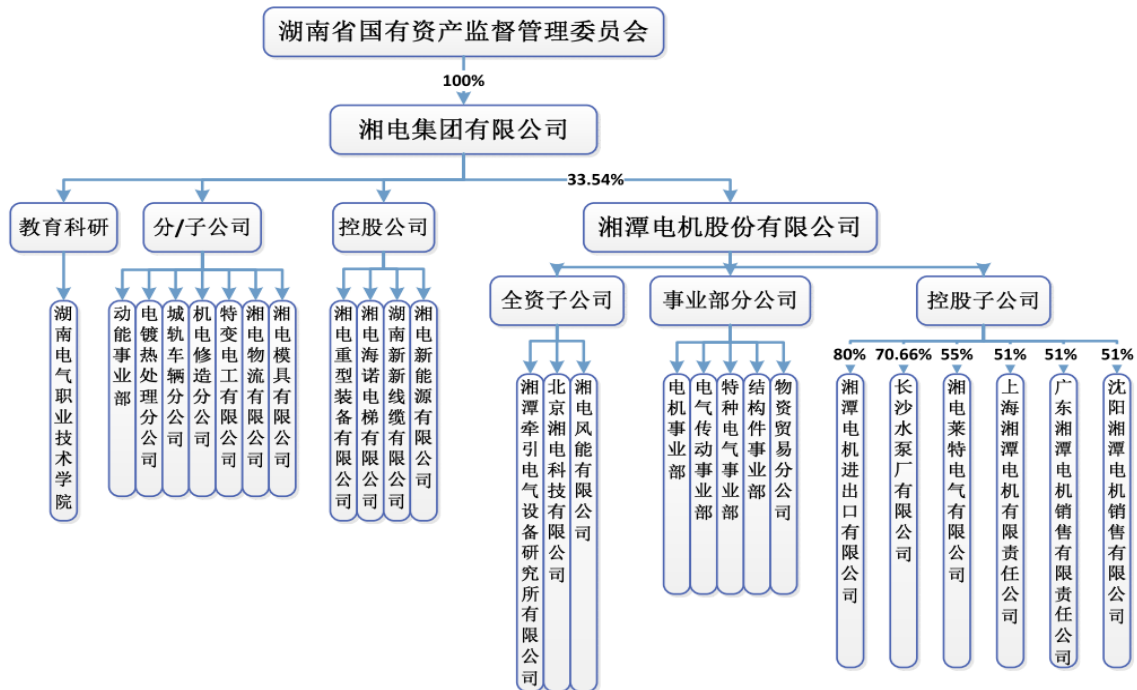


资料来源: 公司非公开发行A股股票预案, 东兴证券研究所

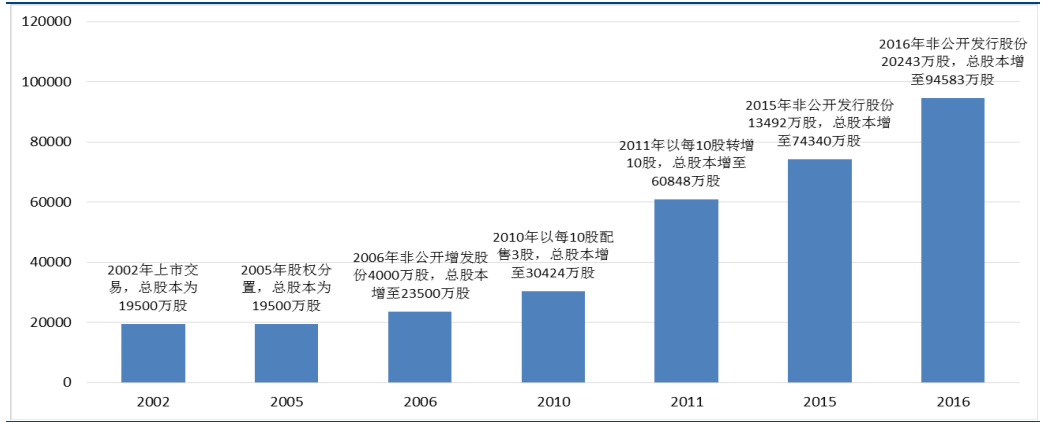
1.2 优质资产集聚上市公司平台

湘电集团专注电机领域, 集中电气牵引、船用电力推进、电动车辆制造等核心技术打造特种国防成套设备、通用电气成套设备、车辆运输成套设备、新型能源成套设备四大核心主业。其中特种成套设备、通用电气成套设备、新型能源成套设备相关资产已集聚上市公司平台。湘电股份占湘电集团营收比重已由 2013 年 67% 增加至 2015 年 9 月 84.36%, 湘电集团依托上市公司平台发展主业的战略意图愈发清晰。

图 4: 湘电集团组织结构



资料来源: 集团官网, wind, 东兴证券研究所

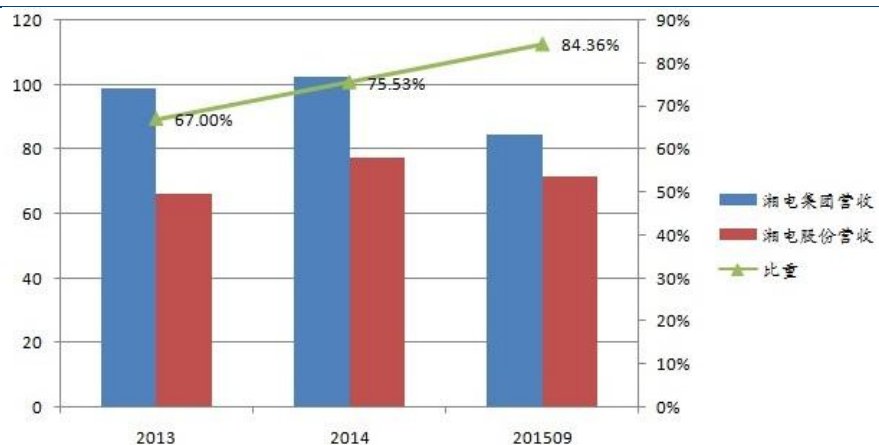
图 5：湘电股份股本变化历程（单位：万股）


资料来源：wind，东兴证券研究所

表 1：湘电股份上市以来主要资本运作事件

完成时间	运作方式	资金用途
2006年11月	非公开发行4,000万股，募集资金33,120万元。	投资兆瓦(MW)级风力发电机及风力发电机组整机产业化项目，公司新增风力发电机设备制造业。
2010年9月	以每10股配售3股合计配股6,924万股，募集资金92,189万元。	50%补充流动资金，50%用于偿还银行贷款。
2015年2月	非公开发行13,492万股，募集资金170,000万元。	发展高效高压节能电机及高端装备电气传动系统产业。
2016年9月	非公开发行20,243万股，募集资金250,000万元。	推进舰船综合电力系统系列化研究和产业化建设。

资料来源：wind，东兴证券研究所

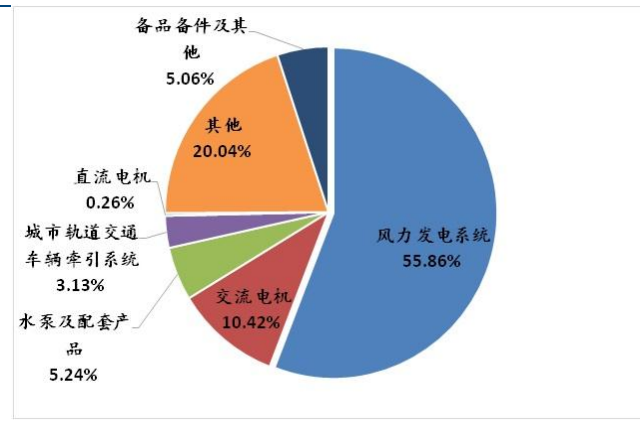
图 6：湘电股份及湘电集团营收变化（单位：亿）


资料来源：公司非公开发行A股股票预案，wind，东兴证券研究所

1.3 风电产业贡献公司主要经营指标

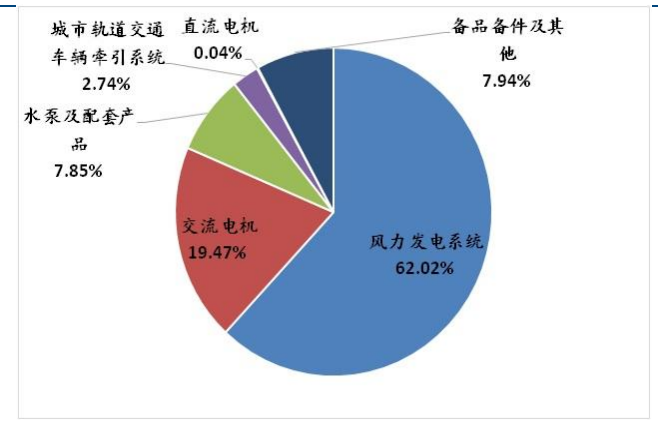
公司依托电传动核心技术发展业务，主营业务包括交直流电机、风力发电系统、水泵及配套产品、城市轨道交通车辆电气成套牵引系统等产品研发、生产和销售。公司2006年成立子公司负责风电产业，之后依托行业发展，风电业务迅速成为公司支柱产品，2015年风力发电系统贡献公司约56%营收及62%毛利。

图 7: 湘电股份 2015 年各板块营收占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 湘电股份 2015 年各板块毛利占比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2011-2015 年，风电产业营收占公司总营收比重始终保持在 50%左右；受风电行业整体增速放缓影响，2011、2012 年公司风电产业营收出现明显下滑，直接导致公司总营收下滑；伴随着 2013 年风电行业回暖，公司风电产业保持持续快速增长，2013-2015 年公司营收复合增速 20.5%。受产品毛利率与三费占比差值变化影响，公司归母净利润变化幅度显著大于营收变化幅度。

图 9: 湘电股份近五年营收变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 10: 湘电股份风电产业近五年营收变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 11: 湘电股份归母净利润变化（单位：万元）


资料来源：wind，东兴证券研究所

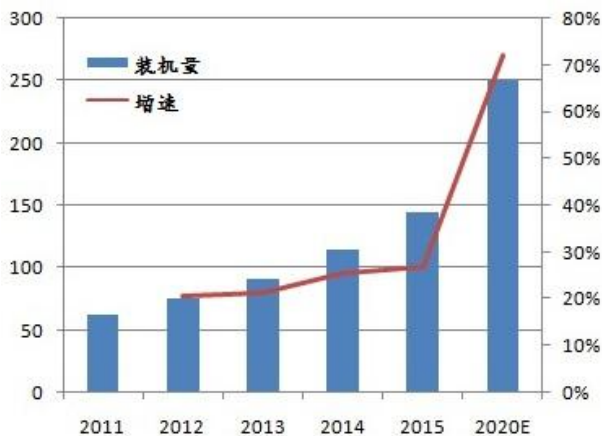
图 12: 湘电股份毛利率及三费占比变化


资料来源：wind，东兴证券研究所

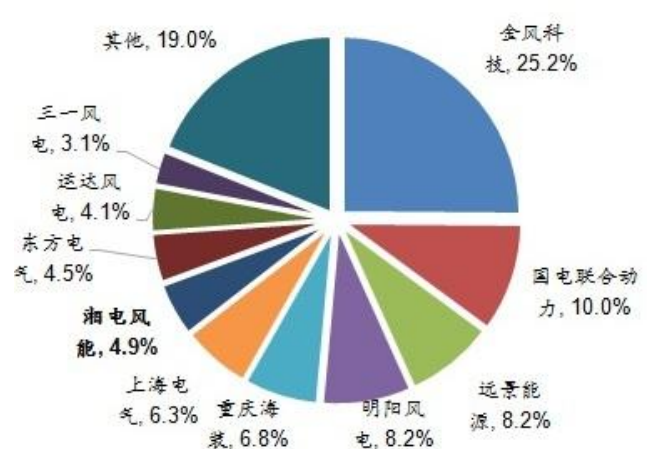
我国风电装机规模仍将保持增长。《电力发展“十三五”规划》指出 2020 年全国风电装机将达到 2.1 亿千瓦以上，业内预计 2020 年装机规模有望达到 2.5 亿千瓦，较 2015 年装机总量（1.45 亿千瓦）增长 72%。

风电运维市场潜力大。风机使用寿命 20 年，质保期为 3-5 年，出质保期后将进入运维期；因前期爆发式增长，内陆风电场开发已近饱和，我国风电产业将进入“后市场”开发阶段，每年将有部分机组进入运维期。我国风电装机总量由 2011 年 62364MW 增加至 2015 年 145362MW，以 5 年为质保期、运维费用 500 万元/50MW 年（国电电力新能源事业部副主任陆涛预估）进行核算，风电运维市场规模将从 2016 年 62.4 亿元增长至 2020 年 145.4 亿元，复合增速 23.6%。由于对风机运行状况和性能指标熟悉，风电整机制造企业在处于起步阶段的风电运维市场竞争中具备先天优势。

基于上述分析，我们预计公司风电产业未来五年仍有望保持超过 15% 的复合增速。

图 13: 我国风电装机规模变化（单位：GW）


资料来源：GEWC，中国风力发电网，东兴证券研究所

图 14: 湘电风能 2015 年风电新增装机规模市场占有率


资料来源：GEWC，东兴证券研究所

图 15: 湘电风能技术优势



资料来源: 湘电风能官网, 东兴证券研究所

图 16: 湘电风能国家重点实验室



资料来源: 湘电风能官网, 东兴证券研究所

表 2: 风电全生命周期服务划分

风电全生命周期阶段		售前服务	工程建设服务	质保期内服务	后市场服务
服务内容	常规服务	项目可研	EPC	定检维护	技术升级、改造
		工程选址	管理咨询	大部件更换	检测服务
		测风服务	技术支持	技术支持	代理服务
	增值服务	机组选型		远程预警分析	部件维修
					备件保障 (有偿)
	融资服务		备件保障	金融服务	

资料来源: 北极星电力网, 东兴证券研究所

图 17: 风电运维市场规模预测



资料来源: 北极星电力网, 东兴证券研究所

2. 定增 25 亿，加速推进舰船综合电力系统

2.1 舰船综合电力系统大势所趋

电力推进为舰船动力平台推进方式的一种，是指将蒸汽轮机、柴油机等原动机连接发电机、将机械能转变为电能后由电动机带动螺旋桨推动舰船前进的推进方式。随着舰船对作战能力、操控性、隐蔽性等要求进一步提高，西方海军强国于 20 世纪 90 年代在舰船电力推进基础上，采用“综合电站”同时为推进负载、日用负载和高能武器供电，更加有效地管理和使用电能，舰船电力推进系统升级为“舰船综合电力系统”。

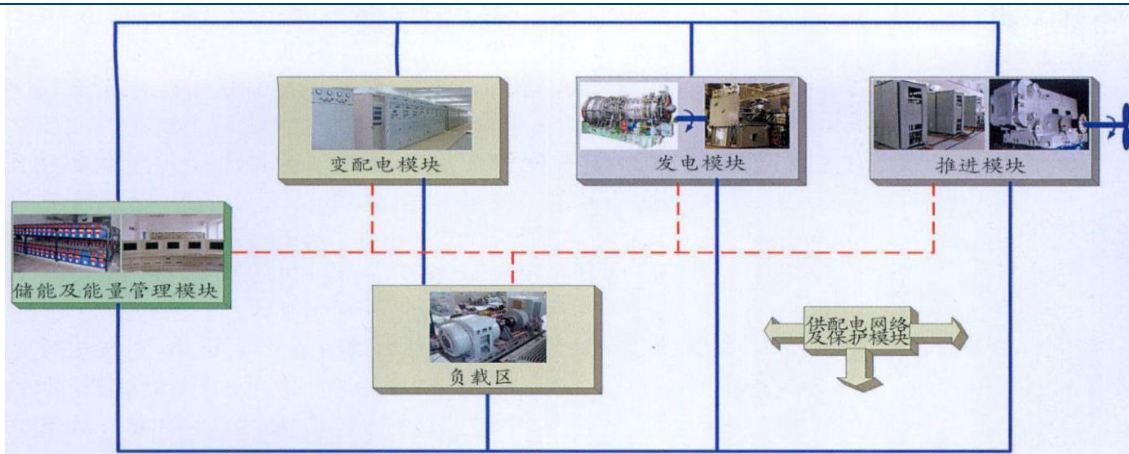
图 18: 舰船推进系统发展历程及驱动因素

19 世纪中后期 机械推进	20 世纪初 电力推进	二战结束后 机械推进	20 世纪 80 年代 电力推进	20 世纪 90 年代 综合电力系统
<ul style="list-style-type: none"> • 舰用蒸汽（轮）机发明 • 舰用蒸汽（轮）机广泛应用于海军舰船 	<ul style="list-style-type: none"> • 海军舰船大型化 • 舰用大型主轴及大功率减速齿轮箱制造困难 	<ul style="list-style-type: none"> • 大型主轴及大功率减速齿轮箱加工能力提高 • 电力推进装置存在体积重量大、能量变换环节多、效率低、造价贵等缺点 	<ul style="list-style-type: none"> • 技术进步大幅提高电力系统功率密度、可靠性和效率等性能 • 舰船隐蔽性、机动性和生命力等战技指标要求提高 	<ul style="list-style-type: none"> • 舰船作战能力、操控性、隐蔽性要求进一步提高

资料来源：马伟明《新一代舰船动力平台综合电力系统》，东兴证券研究所

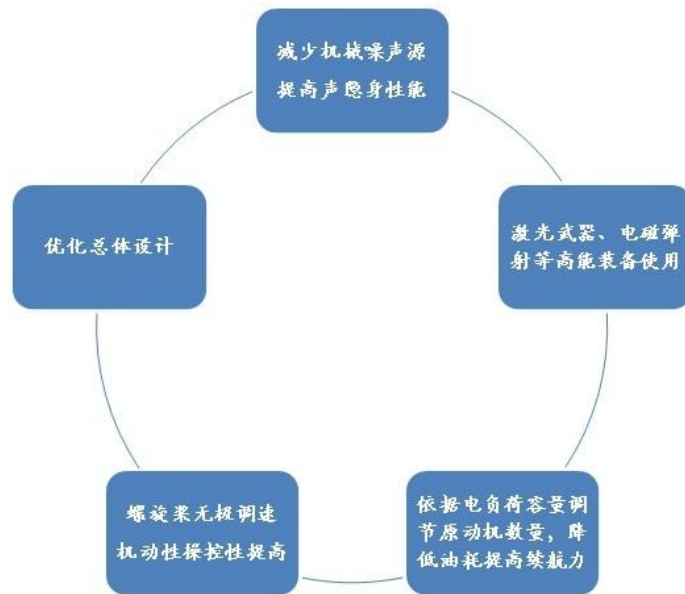
舰船综合电力系统是指通过电力网络将发电、日常用电、推进供电、高能武器发射供电、大功率探测供电综合为一体的电力系统，其由发电、供电网络及保护、变配电、推进、储能及能量管理等五大模块组成。综合电力系统应用可显著提高舰船隐身性、机动性、操控性和续航力，并为舰载高能武器应用提供足够电力。

图 19: 舰船综合电力系统示意图



资料来源：马伟明《新一代舰船动力平台综合电力系统》，东兴证券研究所

图 20: 舰船综合电力系统价值



资料来源：马伟明《新一代舰船动力平台综合电力系统》，东兴证券研究所

美、英、法等海军强国在舰船综合电力系统研制应用领域处于领先地位。美国于 1986 年率先提出“海上革命”计划，积极发展舰船综合电力系统，新一代驱逐舰 DDG-1000（2016 年 10 月交付）及核动力航母 CVN-78（即将交付）均采用综合电力系统。英国海军于 1994 年开始舰船综合电力系统应用研究，陆续在辅助油轮（2002 年服役）、船坞登陆舰（2003 年服役）、45 型驱逐舰（2008 年交付）等舰船平台实现综合电力系统工程应用。法国于 2000 年开始与英国合作研发水面舰船电力推进技术，在“西北风”号两栖攻击舰（2006 年服役）实现综合电力系统工程应用，并计划在新一代护卫舰及中型航母 PA2 上也采用综合电力系统。

基于上述分析，我们认为舰船综合电力系统已成为舰船动力平台发展大趋势，随着技术瓶颈逐步突破，我国未来有望在航母、驱逐舰、护卫舰等主战舰船上得到逐步应用。

图 21: CVN-78 航母计划采用综合电力系统



图 22: DDG-1000 驱逐舰已采用综合电力系统



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

2.2 国内军用市场规模百亿量级

未来十年我国有望部署 3 个航母编队。2015 年《中国的军事战略》明确海军发展战略“按照近海防御、远海护卫战略要求，逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变”，参考美军发展经验，**航母编队建设预计将是我国海军装备建设重点**。基于近海防御与远海防卫战略要求，我国三个海上战备中心均需部署航母，因此我们预计未来十年我国至少需部署 3 个航母编队才能满足基本需求。

图 23: 美国航母编队构成



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

以建设 3 个编队核算，未来十年航母编队研制及维修保障费用将达到 243 亿美元。参考美军航母编队构成与费用进行估算，每个编队舰艇研制费用约 71 亿美元，3 个编队合计费用 213 亿美元；每个编队舰艇每年维修保障费用约 2 亿美元，3 个航母编队分别按 2018、2021、2024 年三个节点形成战斗力进行初步估算，3 个编队未来十年维修保障费用合计 30 亿美元，未来十年航母编队研制及维修保障费用合计约 243 亿美元（具体测算过程可参阅我们团队的深度报告《海军装备行业迎高峰发展良机》）。

表 3: 中美两国航母编队标准配置及研制费用预估

	舰艇	航母	驱逐舰	护卫舰	巡洋舰	核潜艇	补给舰	合计
数量	中国	1	2	2	0	1	1	7
	美国	1	2	0	2	2	1	8
每型装备研制费用 预估 (单位: 亿美元)	中国	30	14.5	3.5	-	10	5	71
	美国	130 (福特级)	11	0	-	20	5	177

资料来源：《海军装备行业迎高峰发展良机》，国防网，东兴证券研究所

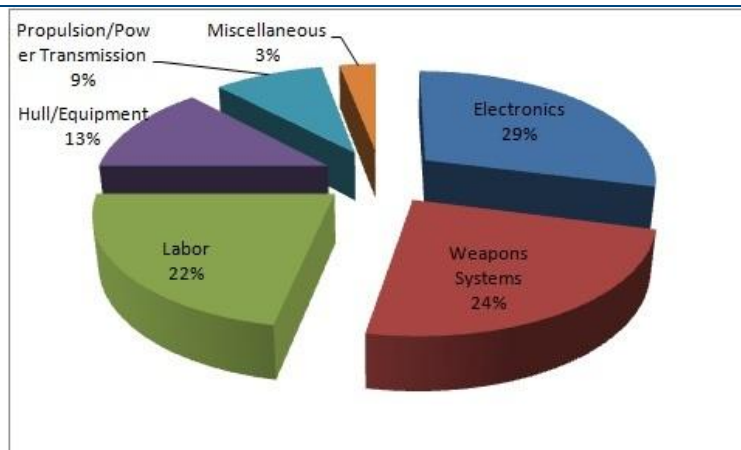
表 4：我国新建舰艇维修保障费用预估（单位：亿美元）

舰艇	航母	驱逐舰	护卫舰	核潜艇	补给舰
研制费用	30	3.5	3.5	10	5
维修保障总费用	45	4.2	4.2	18	7.5
服役年限/年	40	30	30	25	30
年平均维修保障费用	1.13	0.14	0.14	0.36	0.25
				合计	2.02

资料来源：《海军装备行业迎高峰发展良机》，东兴证券研究所

舰艇综合电力系统市场规模超百亿。2015 年美国外交官亚太时事杂志对机械推进舰艇各项成本估算表明，推进/动力系统占舰艇总费用比重为 9%（图 23）；考虑到舰艇综合电力系统的应用带来动力系统使用功率的大幅增加，我们预计综合电力系统占舰艇总费用比重有望达到 10%-15%，以 12.5% 计，未来十年国内舰艇综合电力系统市场规模约 30.4 亿美元折合人民币超过 200 亿元。

图 24：某型机械推进水面舰艇费用构成



资料来源：The Diplomat，东兴证券研究所

2.3 全球民用市场规模千亿量级

民船领域应用广泛。出于运货效率、可靠性和经济性考虑，电力推进系统在集装箱船及油船领域应用逐步增多；因其在动力定位、电能管理和分配上独具优势，电力推进系统在海工支持船、起重船、铺管船等海工船领域应用广泛；由于电力负荷大，挖泥船、建造支持船等工作船也逐步配备电力推进系统；因其低噪声及节能环保，豪华游轮已广泛采用电力推进系统。

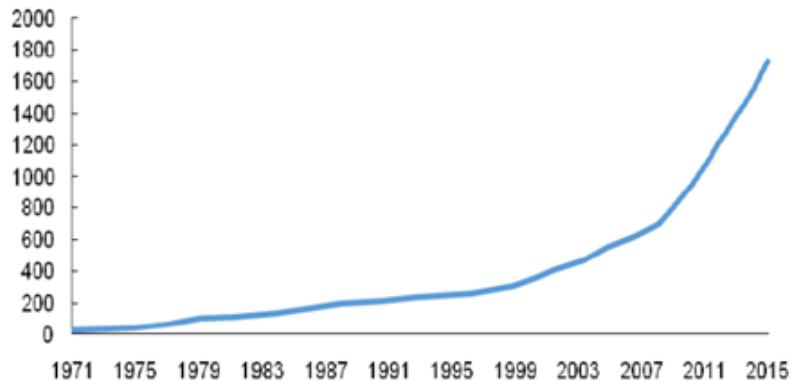
图 25: 玛丽皇后二号豪华游轮采用电力推进系统



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

民船应用领域增长迅速。中国产业信息网发布报告称，全球全电推进船舶总数量由1995年269艘增长至2013年1750艘，当年交付数量则由1995年11艘增加至2013年199艘。Clarkson的统计则表明2004-2014年间，安装电力推进系统船舶数量每年增长12%，较全球船队数量增速快3倍。

图 26: 全球全电推进船舶数量呈指数增长

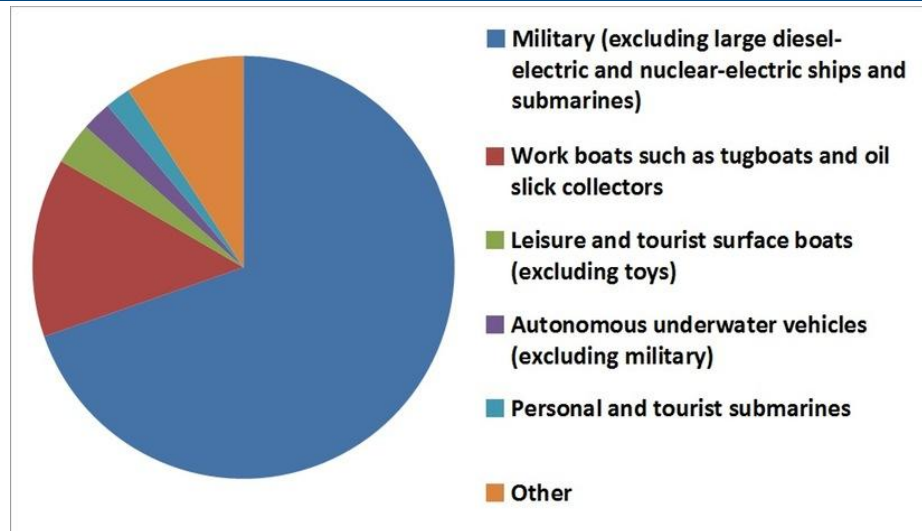


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

市场规模千亿量级，我国逐步赶上发达国家步伐。英国知名市场研究公司IDTechEx的研究结果表明全球船用电力推进系统市场规模将由2013年26亿美元增加至2024年73亿美元，且民用市场占比会逐步增加。仅以2013年民用市场占比30%计，未来十年全球船用电力推进系统民用市场规模有望超过150亿美元折合人民币超过千亿。从相关公开报道知，伴随着相关领域研发投入持续加大，我国船用电力推进系统供应商技术水平逐步接近ABB、西门子、通用、罗-罗等国际著名供应商。在国家军民融合及“一带一路”战略牵引下，我们预计公司未来将积极拓展民船电力推进系统应

用。

图 27: 2013 年全球船用电力推进系统应用组成



资料来源：IDTechEx，东兴证券研究所

表 5: 近年来国内船用电力推进领域重要事件一览

时间	事件
2013 年 2 月	711 所与 ABB 联合向东海区渔政局 3000 吨级渔政船提供全套电力推进系统。
2013 年 8 月	712 所实现单轴推进功率 20MW 以下船舶电力推进系统全部国产化，中标中海油服 4 艘 6000 马力深水平台供应船综合电力系统。
2014 年 5 月	中国南车推出首船套船舶电力推进系统，并装载于国家海洋局“向阳红 10 号”海洋综合考察船上。
2016 年 8 月	712 所与武汉某公司签订 6 座“90 米自升式多功能平台”电力推进系统供货合同，该型多功能海洋平台建成后将出口中东地区。
2016 年 11 月	719 所海王机电工程技术公司拿下某游艇公司豪华游艇直流电力推进系统集成设计与供货合同，合同总额超过 7000 万元。

资料来源：互联网资料，东兴证券研究所

2.4 定增助力加速前行

湘电集团为我国舰船电力推进成套设备生产厂家，承担我国大功率舰用推进系统及发电模块研制生产任务。为承继湘电集团军工资产，加强舰船综合电力系统系列化研究及产业化建设，建成完善的海军舰船动力驱动系统科研体系和生产基地，公司董事会于 2015 年 7 月 17 日审议通过募集资金总额 25 亿的非公开发行 A 股股票相关事项，并于 2016 年 9 月 20 日完成新增股份登记托管手续。项目建设期 2 年，计划于 2018

年建成投产，达产后可年产各类电机及控制元器件 76 台（套），产值 208900 万元，项目投资内部收益率 12.6%，投资回收期 7.87 年。

图 28：湘电股份定增方案批复流程


资料来源：wind，东兴证券研究所

表 6：公司募集资金投资计划

项目名称	总投资额（万元）	募集资金投资额（万元）	投资形式
湘电集团军工资产	20689.21	20689.21	资产认购
船舶综合电力系统系列化研究及产业化	195190.72	193000	资金投入
补充流动资金与偿还银行贷款	36310.79	33284.1	资金投入
合计	250000	246973.31	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们对互联网相关资料搜集整理初步判断，舰船综合电力系统研制生产领域，湘电股份国内主要竞争对手或为中船重工 712 所。考虑到双方各具优势（表 5）且军方在关键武器装备研制生产领域引入竞争机制趋势明确，我们预计未来双方大概率在舰船综合电力系统供应领域平分秋色，各占据 50% 市场份额。

表 7：湘电股份与 712 所优势比较

	湘电股份	712 所
优势	目前国内唯一舰船用电力推进系统生产基地	国内唯一从事舰船电力推进系统及化学电源研制的专业研究所
	与舰船综合电力系统顶尖专家海军工程大学马明伟院士合作达十年之久	母公司中船重工在舰船领域处于垄断地位，拥有舰船研制生产全产业链
	1950 年代即被确定为船用电机电器成套设备制造厂	

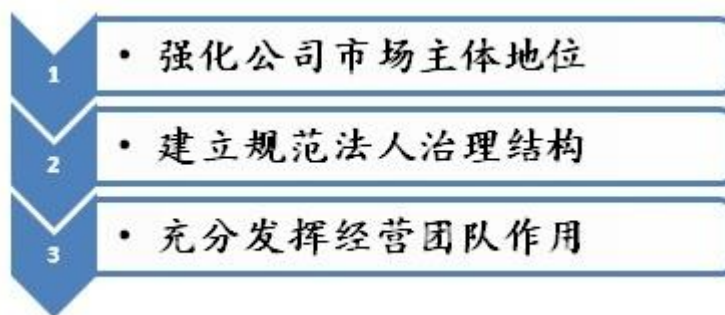
资料来源：公司网站，公司公告，百度文库，东兴证券研究所

3. 试点职业经理人，改革步伐加快

3.1 建立职业经理人制度将成为国企改革重要方向

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》谈及国企改革时明确指出“建立职业经理人制度，更好发挥企业家作用”；中共中央、国务院 2015 年出台《关于深化国有企业改革的指导意见》时也明确提出“推行职业经理人制度”、“董事会按市场化方式选聘和管理职业经理人”，**建立职业经理人制度预计将成为“十三五”期间国企改革重要方向。**

图 29: 国企建立职业经理人制度意义



资料来源：《建立国有企业职业经理人制度研究》，东兴证券研究所

3.2 首批单位试点职业经理人制度

作为湖南省国资委确定的首批试点单位之一，2016 年年初湘电集团选取湘电股份主要子公司湘电风能有限公司、湘电莱特电气有限公司作为首批试点职业经理人制度单位，同时在电气传动事业部模拟实行职业经理人制度。

图 30: 湘电集团出台政策试点职业经理人制度

《关于加强公司职业经理人试点单位董事、监事、高管人员管理意见》

《湘电集团部分单位实行职业经理人制暂行规定》

资料来源：湘电集团官网，东兴证券研究所

3.3 效果初显经营效率提升

截至 2016 年 9 月，公司销售费用率和管理费用率均出现较大幅度下降，经营效率的提升与职业经理人制度实施密不可分。我们预计职业经理人制度的实施将持续改善公司的经营效率。

图 31: 湘电股份经营效率提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

我们认为公司未来最大的看点在于舰艇综合电力系统产业化（预计 2018 年达产）及其在民船电推领域的推广应用。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 110.3 亿元、126.2 亿元和 147.3 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.46 亿元、2.45 亿元和 3.53 亿元；每股收益分别为 0.15 元、0.26 元和 0.37 元，对应 PE 分别为 84.55、50.15 和 34.81。考虑到综合电力系统为海军舰艇的最核心分系统之一，给予公司 2017 年 80 倍 PE，目标价 20.75 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

国家风电产业发展不及预期；公司舰船综合电力系统研制进度不及预期。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	13215	14870	16850	18903	21838	营业收入	7749	9500	11031	12623	14726
货币资金	2490	2343	2758	3156	3682	营业成本	6452	8096	9531	10817	12576
应收账款	6112	6586	7556	8646	10086	营业税金及附加	42	42	44	50	59
其他应收款	133	202	234	268	313	营业费用	339	366	364	398	457
预付款项	280	279	279	279	279	管理费用	495	547	574	637	744
存货	3246	3617	3917	4445	5168	财务费用	474	400	350	370	390
其他流动资产	31	898	898	898	898	资产减值损失	-24.38	52.11	60.00	60.00	60.00
非流动资产合计	3473	3623	3391	3159	2928	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	43	44	44	44	44	投资净收益	0.58	36.52	10.00	10.00	10.00
固定资产	1417.10	1553.52	1508.37	1304.89	1101.41	营业利润	-27	33	118	301	451
无形资产	194	278	251	223	195	营业外收入	85.24	33.79	83.66	40.00	40.00
其他非流动资	0	0	0	0	0	营业外支出	2.35	2.49	0.00	0.00	0.00
资产总计	16688	18493	20241	22062	24766	利润总额	56	65	202	341	491
流动负债合计	12830	13995	14694	16336	18792	所得税	2	18	57	95	137
短期借款	4807	4905	4971	5346	6133	净利润	54	47	146	245	353
应付账款	3662	3729	3917	4445	5168	少数股东损益	0	-17	0	0	0
预收款项	584	829	1105	1420	1789	归属母公司净利	54	63	146	245	353
一年内到期的	940	1240	1240	1240	1240	EBITDA	764	827	700	902	1072
非流动负债合	1581	523	353	360	360	EPS (元)	0.09	0.09	0.15	0.26	0.37
长期借款	222	219	219	219	219	主要财务比率					
应付债券	946	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	14411	14519	15046	16696	19152	成长能力					
少数股东权益	145	132	132	132	132	营业收入增长	16.95%	22.59%	16.11%	14.43%	16.66%
实收资本(或	608	743	946	946	946	营业利润增长	-675.85%	-225.10%	254.86%	153.89%	49.92%
资本公积	1038	2580	3458	3458	3458	归属于母公司净	129.25%	68.60%	129.25%	68.60%	44.06%
未分配利润	329	364	451	599	811	获利能力					
归属母公司股	2132	3843	5063	5235	5482	毛利率(%)	16.75%	14.78%	13.60%	14.31%	14.60%
负债和所有者	16688	18493	20241	22062	24766	净利率(%)	0.70%	0.49%	1.32%	1.94%	2.40%
现金流量						总资产净利润	0.33%	0.34%	0.72%	1.11%	1.43%
						ROE(%)	2.55%	1.65%	2.87%	4.69%	6.45%
经营活动现金	139	303	-256	59	187	偿债能力					
净利润	54	47	146	245	353	资产负债率(%)	86%	79%	74%	76%	77%
折旧摊销	97.00	107.00	84.00	90.00	90.00	流动比率	1.03	1.06	1.15	1.16	1.16
财务费用	474	400	350	370	390	速动比率	0.78	0.80	0.88	0.89	0.89
应收账款减少	23	-474	-969	-1090	-1440	营运能力					
预收帐款增加	214	246	276	316	368	总资产周转率	0.48	0.54	0.57	0.60	0.63
投资活动现金	-20	-811	-49	-50	-50	应收账款周转率	1	1	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.04	2.57	2.89	3.02	3.06
长期股权投资	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	37	10	10	10	每股收益(最新摊	0.09	0.09	0.15	0.26	0.37
筹资活动现金	-77	681	720	-61	291	每股净现金流(最	0.07	0.23	0.44	0.42	0.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.50	5.17	5.35	5.53	5.80
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	135	202	0	0	P/E	144.56	144.56	84.55	50.15	34.81
资本公积增加	3	1542	878	0	0	P/B	3.71	2.52	2.43	2.35	2.24
现金净增加额	41	173	415	-52	428	EV/EBITDA	16.16	16.55	22.83	17.69	15.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

王加煨

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。