

电气设备

2016年12月12日

湘电股份 (600416)

——业务结构调整助力盈利改善，军民融合是未来看点

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2016年12月09日

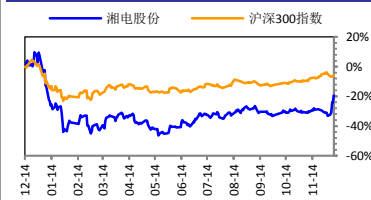
收盘价(元)	15.5
一年内最高/最低(元)	21.57/10.2
市净率	2.3
息率(分红/股价)	0.19
流通A股市值(百万元)	10895
上证指数/深证成指	3232.88/10789.62

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	6.76
资产负债率%	69.56
总股本/流通A股(百万)	946/703
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

无

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

韩启明 A0230516080005

hanqm@swsresearch.com

联系人

宋欢

(8621)23297818x7409

songhuan@swsresearch.com

投资要点：

- **公司是国内机电一体化龙头。**公司发展历史优秀，技术积淀深厚，是我国电工行业综合技术优势和产品配套能力最强的企业之一。公司实际控制人是湖南省国资委。2016年前三季度公司收入同比上升14.59%，净利润同比上升785.57%，公司业绩成长主要体现在风电板块和贸易板块上。“十三五”期间，公司的业务发展方向调整为军工（尤其是海军装备和陆军装备）、电机、电传动、风电、工业泵。
- **公司投资设立军工装备子公司，旨在整理产业优势资源。**公司与多家优秀合作方共同投资设立“湘电军工”，旨在将湘电集团和湘电股份的军工生产线、专项工程项目充分整合，有助于满足公司军工研发产业化布局要求。根据中国国防白皮书的精神，我国将打造“近海防御和远海护卫相结合”的海军力量，我国已经迎来海军建设的高潮期。舰船电力推动是未来国内、外舰船动力系统技术的主要发展方向，而公司是我国舰船电力推进成套设备生产厂家，承担了大量军方订单；此外公司也在积极推动民船上综合电推系统的大规模应用。
- **公司风机销售受益国内市场限电改善，且公司前瞻布局海上风电市场。**从营业构成来看，风电是公司的主要收入来源。2015年，风力发电系统收入52.83亿元，占比55.86%。公司未来三年的风机销售增长受益国内市场限电改善；公司布局海上风电市场多年，且已中标福建沿海多个海上风电项目。
- **盈利预测与评级：**我们认为公司在“十三五”期间将治理重心从收入增速转向盈利能力，重点改变产品收入结构，提升综合毛利率；且公司将发挥董事长的军工行业背景和资源优势，积极推动军工业务做大做强，带来业绩与估值的戴维斯双击。我们预计公司2016-2018年的归母净利润分别为1.93亿元、4.03亿元和6.67亿元，对应每股收益分别为0.20、0.43、0.71/股，当前股价对应估值分别为78倍、36倍和22倍。首次覆盖，给予“增持”评级

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,500	8,196	10,671	12,059	13,886
同比增长率(%)	22.59	14.59	12.32	13.01	15.15
净利润(百万元)	63	97	193	403	667
同比增长率(%)	16.69	785.56	204.02	108.81	65.51
每股收益(元/股)	0.09	0.10	0.20	0.43	0.71
毛利率(%)	14.8	12.0	13.2	14.2	15.8
ROE(%)	1.7	1.5	2.9	5.8	8.7
市盈率	182		78	36	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

盈利预测与评级：我们认为公司在“十三五”期间将治理重心从收入增速转向盈利能力，重点改变产品收入结构，提升综合毛利率；且公司将发挥董事长的军工行业背景和资源优势，积极推动军工业务做大做强，带来业绩与估值的戴维斯双击。我们预计公司 2016-2018 年的归母净利润分别为 1.93 亿元、4.03 亿元和 6.67 亿元，对应每股收益分别为 0.20、0.43、0.71/股，当前股价对应估值分别为 78 倍、36 倍和 22 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

- (1) 预计公司军工业务保持 50%的复合增速。
- (2) 预计公司电机业务保持 26%的复合增速。

有别于大众的认识

- (1) 市场认为公司将受风电行业增速放缓影响，风电机组销售量将受影响。我们认为公司过去风机的盈利能力由于回款等问题而有所拖累，未来风机销售规模将保持稳定，而盈利能力将通过改变支付模式及财务费用节省等方式进行提升。
- (2) 市场认为综合电推业务空间有限，我们认为我国的舰船中只有部分潜艇采用的是电力推进技术，未来三年，新舰采用电推系统的比例将迅速提升，相关产业链有望进入爆发性增长阶段。同时民用船舶方面使用电推的船舶包括：破冰船，豪华游轮、海洋工程船等，电推的国产化和成本下降将彻底打开国内电推设备民用市场，国产替代空间巨大。

股价表现的催化剂

军工业务大订单落地

核心假设风险

电机业务市场需求疲软

目录

1. 公司系机电一体化龙头 新管理层助力发展军工	5
1.1 定增完成，加速推动军工业务.....	8
1.2 董事长年轻有为，军工背景助力公司转型发展.....	8
2. 加码军品研发产业化，加快军民产业融合	9
2.1 投资设立军工装备子公司，整合优势资源.....	9
2.2 “走向深蓝”推动海军发展，综合电推助力公司发展.....	10
2.3 综合电推系统有望打开民品市场.....	12
3. 陆上风电限电改善，前瞻布局海上风电	13
3.1 风电行业收入稳健增长.....	13
3.2 “十三五”期间海上风电有望成为增长点.....	14
4 政策推动城轨市场高增长，公司技术壁垒高	15
4.1 公司是国内最早从事地铁牵引控制系统的厂商.....	15
4.2 政策推动城轨市场爆发.....	16
5. 高效电机技术优势有望延续	17
5.1 技术竞争优势较强，但受制于市场需求疲软.....	17
5.2 高效电机长期市场需求广阔.....	18
6. 军民融合是方向，盈利能力将提升	19

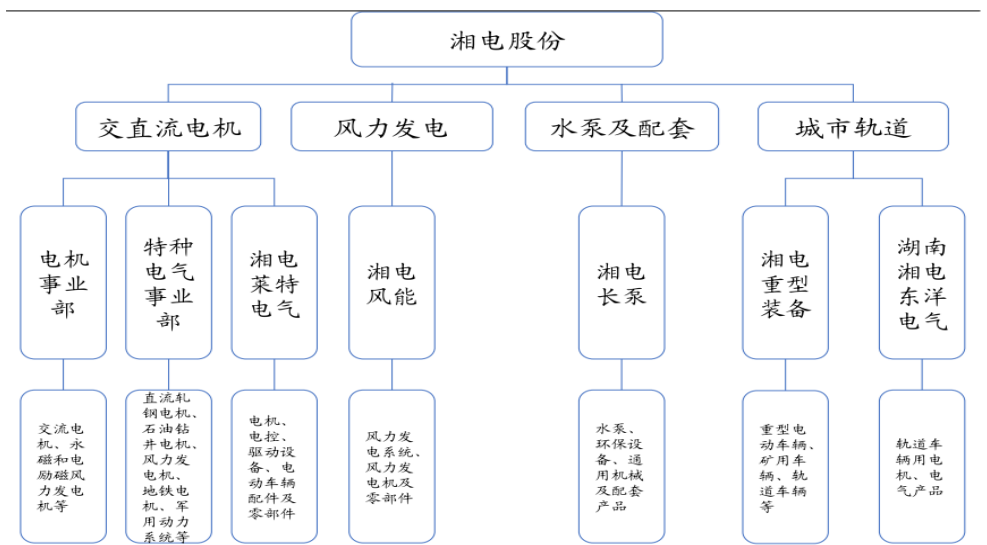
图表目录

图 1: 公司的核心产品及对应部门架构	5
图 2: 公司的实际控制人是湖南省国资委.....	5
图 3: 公司近五年营收及同比增速 (单位: 百万元)	6
图 4: 公司近五年业绩及同比增速 (单位: 百万元)	6
图 5: 2015 年公司不同产品的营收拆分 (单位: 百万元)	7
图 6: 2015 年公司不同产品的毛利率水平.....	7
图 7: 综合电力推进系统示意图.....	11
图 8: 公司最近五年风力发电系统营业收入 (单位: 百万元)	14
图 9: 中国风电累计装机量 (单位: GW)	15
图 10: 中国海上风电累计装机量 (单位: MW)	15
图 11: 公司最近五年收到高效节能电机推广财政补贴情况 (单位: 百万元)	17
表 1: 公司前十大股东明细 (截至 2016 年 9 月 30 日)	6
表 2: 公司“十三五”战略规划中的主导产业.....	7
表 5: 公司 2016 年定增的方案 (单位: 万元)	8
表 7: 公司募投增产项目分析	8
表 9: 湘电军工的各股东方拟认缴出资情况	9
表 10: 湘电集团 2014 年及 2015 年 1-9 月主要财务数据披露 (单位: 万元)	10
表 11: 湘电“综合电力推进系统”较传统系统拥有三大优势	11
表 12: 公司综合电推系统的研发历史 (截止 2016 年)	12
表 13: 综合电推在民船领域的应用	13
表 15: 2016-2018 年全国主要城市地铁规划开工里程 (单位: 公里)	16
表 16: 主要公司牵引系统业务情况	17
表 17: 可比公司估值表.....	19
表 18: 关键假设表.....	20
表 19: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)	20

1. 公司系机电一体化龙头 新管理层助力发展军工

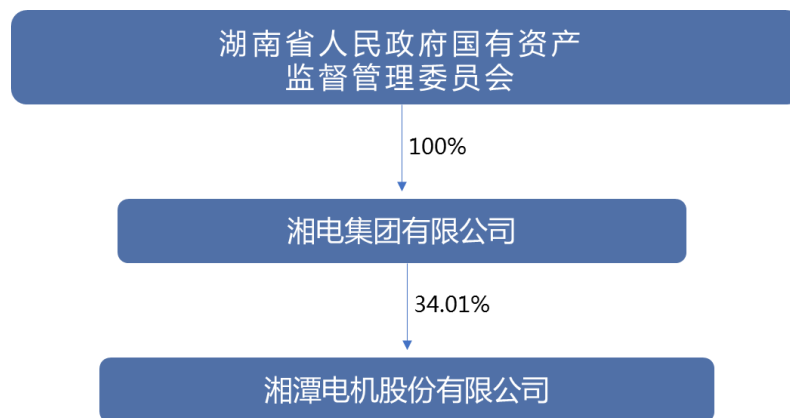
公司是我国电工行业综合技术优势和产品配套能力最强的企业之一。公司是我国电工行业大型骨干企业，是国家重大技术装备国产化基地，是电工行业产品配套能力、科研开发能力最强的企业之一。公司的机电一体化的开发研制和生产制造能力在国内处于领先地位。公司前身是国民政府资源委员会中央电工器材厂，创建于1936年，1949年由人民政府接管；1997年3月，改制为湘潭电机集团有限公司；2002年7月成功上市，2007年更名为湘电集团有限公司，享有“中国电工产品摇篮”的美誉。公司主营业务为大中型交直流电机、风力发电系统（风力发电设备整机及零部件）、水泵及配套产品、城市轨道交通车辆电气成套牵引系统等产品的生产和销售。据中国电工行业协会统计数据显示，公司电机行业排名第四，其中高压电机同行业排名第一；工业水泵行业排名第六，风电行业排名第五。

图 1: 公司的核心产品及对应部门架构



资料来源：公开资料、申万宏源研究

图 2: 公司的实际控制人是湖南省国资委



资料来源：公开资料、申万宏源研究

湖南省国资委是湘电股份的实际控制人。公司的第一大股东是湘电集团有限公司，截至2016年三季度末，持股比例33.54%，实际控制人是湖南省国资委；公司的重要股东还包括华夏人寿保险股份有限公司、全国社保基金、中国证券金融股份有限公司、天弘基金、五矿资本控股有限公司、北京和聚投资管理有限公司等。

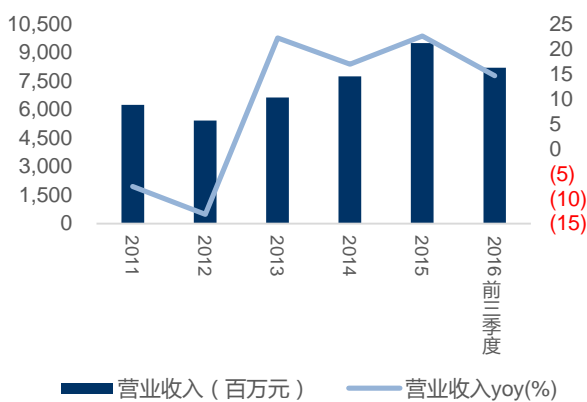
表 1：公司前十大股东明细（截至 2016 年 9 月 30 日）

排名	股东名称	方向	持股数量(百万股)	占总股本比例(%)
1	湘电集团有限公司	减持	317.21	33.54
2	华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	新进	30.77	3.25
3	财富证券-广州农商银行-财富证券星城 10 号集合资产管理计划	新进	24.23	2.56
4	全国社保基金五零三组合	增持	21.52	2.28
5	湖北德润投资发展有限公司	新进	16.19	1.71
6	中国证券金融股份有限公司	减持	12.54	1.33
7	天弘基金-民生银行-天弘基金定增 69 号湘电股份资产管理计划	减持	11.90	1.26
8	兴业证券-兴业-兴业证券金麒麟 2 号集合资产管理计划	新进	11.79	1.25
9	五矿资本控股有限公司	减持	10.71	1.13
10	泰达宏利-招商证券-北京和聚投资管理有限公司	新进	9.72	1.03
	合计		466.59	49.34

资料来源：WIND、申万宏源研究

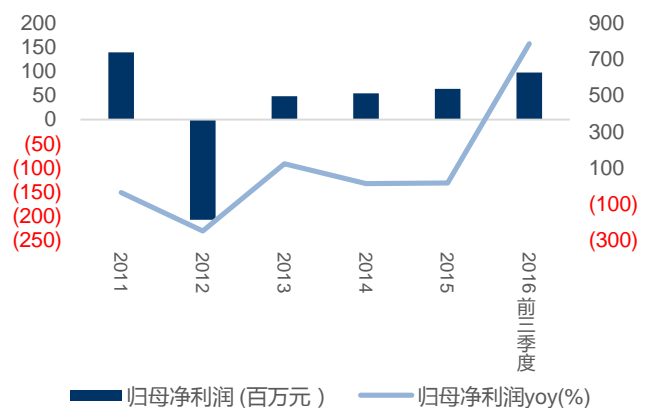
2016 年前三季度公司业绩保持稳中有升，风电和贸易销售不断扩大。2016 年前三季度，公司实现营业收入 81.96 亿元，同比上升 14.59%，实现归属于母公司净利润 0.98 亿元，同比大幅上升 785.57%。2016 年上半年公司风力发电系统、水泵及配套产品和贸易分别同比增长 15.63%、27.81%和 40.01%。

图 3：公司近五年营收及同比增速（单位：百万元）



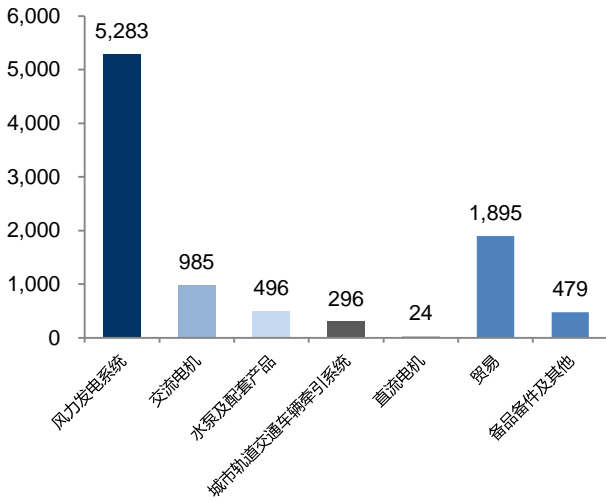
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 4：公司近五年业绩及同比增速（单位：百万元）



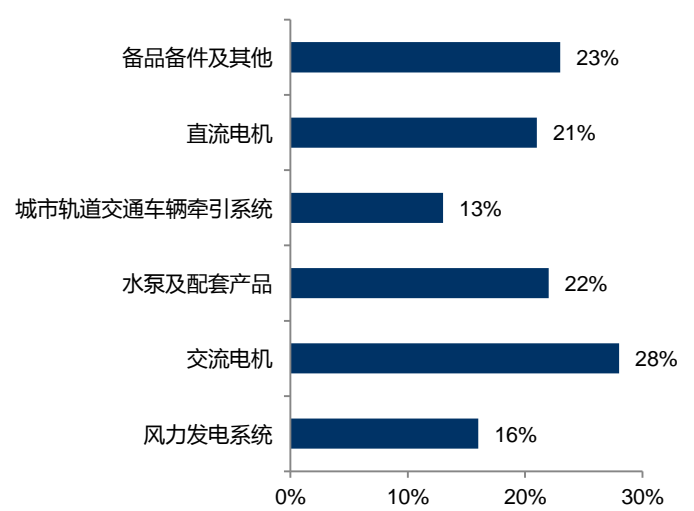
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 5: 2015 年公司不同产品的营收拆分 (单位: 百万元)



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 6: 2015 年公司不同产品的毛利率水平



资料来源: WIND、申万宏源研究

聚焦拳头产业，着力转型升级。“十三五”期间，公司的业务发展方向包括军工（尤其是海军装备和陆军装备）、电机、电传动、风电、工业泵。

表 2: 公司“十三五”战略规划中的主导产业

主导产业	具体描述
军工	以海军装备技术为基础，加快船舶综合电力系统升级换代；推动陆军装备的研制和发展，向特种车辆和系列化交流永磁伺服系统方向发展。
电机	以市场需求为导向，加快传统产品转型升级，开拓新领域，重点建设分布式电站，研发燃气轮电机，注重机电一体化发展。强化低压电机生产制造能力，抢占低压电机市场份额。
电传动	着力打造电传动板块，按照“N+1”的商业模式，加快现有产品的高效化、智能化升级改造。打造以风电变流器为依托的电传动技术研发平台，构建高端电传动的产业基地。依托湘电东洋公司的引进技术、抓紧整合公司内部电气电控研制资源，通过消化、吸收、再创新，提升电控研制能力。
风电	着力开发低风速风力发电机，逐步向智能风机和智慧风场方向发展。继续做好陆上和海上风机机型研发工作。陆上风机完成 XE122-2500 风力发电机组的研发及样机试制任务；海上风机依托福建莆田平海湾项目，完成 XE128 I-5000 机型样机试制和 XE128-5MW 机型试制总结及鉴定工作。积极拓展风电运维和备品备件市场，培育新的经济增长点。
工业泵	加快泵业的转型升级，重点抓好泵类产品的节能改造，进一步巩固火电领域循环泵、凝结泵国内领先地位，大力开发高端产品领域的核电用泵、环保用泵、高温高压泵、高扬程泵、耐腐蚀泵“水泵+电机+电控”一体化系统集成。以研制先进水力模型为目标，开展水泵基础研究。强化计算分析能力，提高虚拟样机测试比例。

资料来源: 公开资料、申万宏源研究

1.1 定增完成，加速推动军工业务

公司 16 年成功完成第二次非公开发行股票。公司在 2016 年 9 月非公开发行 A 股股票数量 20243 万股，发行价格 12.35 元/股，募集金额 25 亿元，其中 19.3 亿元用于舰船综合电力系统系列化研究及产业化项目，剩余补充流动性和偿还贷款。此次定增完成后，公司总股本增加至 94583.43 万股。

表 3：公司 2016 年定增的方案（单位：万元）

资产认购部分		金额
湘电集团的军工相关资产		20,689.21
投资项目名称	项目总投资	募集资金投入额
舰船综合电力系统系列化研究及产业化项目	195,190.72	193,000.00
补充流动资金和偿还银行贷款	36,310.79	剩余募集资金净额
合计	250,000.00	募集资金净额

资料来源：公开资料、申万宏源研究

表 4：公司募投增产项目分析

投资项目	项目投资 总金额 (万元)	拟投入 募集资金 (万元)	年产	IRR (%, 税后)	投资回收期 (年, 税后)
高端装备电气传动系统产业化项目	47700	47700	2675 套	27.59	3.61
高压高效节能电机产业化项目	55372	55372	1200 万 KW	25.45	3.74
舰船综合电力系统系列化研究及产业化项目	195191	193000	76 台	12.6	7.87
合计	298263	296072	--	--	--

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 董事长年轻有为，军工背景助力公司转型发展

新董事长军工背景深厚，管理经验丰富，利好公司成长。2015 年 5 月，公司召开股东大会与董事会，董事会选举了以柳秀导为董事长的新一任领导班子，顺利完成了交接。新上任董事长柳秀导 1964 年出生(52 岁)，之前任兵器集团下属军工企业江麓机电的董事长，32 岁时便成为江麓机电的总工程师，2004 年(40 岁)出任江麓机电总经理。在柳秀导的带领下，从低迷走向辉煌，在柳秀导董事长在任江麓机电期间，2009 年江麓机电主营业务收入在全省军工行业中率先突破 30 亿元，是 2004 年的 6 倍；实现净利润 7000 多万元，超过 2004 年 50 倍。

我们认为，公司新董事长年轻有为，背景深厚，产业资源丰富，且拥有丰富军工企业研发及管理经验。管理层的换届将激发新力量，对于公司的经营效率有望带来提升。

2. 加码军品研发产业化，加快军民产业融合

在大国崛起的当今时代，中国“走向深蓝”才能获得更大的国防安全，因而建设一支与大国地位相匹配的海军刻不容缓。当前以及未来数年海军投资都要持续发力，建造更大吨位、更多数量及技术水平更高的舰船，海军舰船装备已进入投资高增长期。未来 20-30 年，新型的航母、核潜艇将有一定规模的列装，驱逐舰、护卫舰、常规潜艇等也会有一定规模的增长及更新换代。我们预计，未来 20-30 年我国主战舰船的市场规模有望达万亿；同时，根据我国造船工业的发展态势及船舶综合电力系统的独特优势，我国民船行业目前所大量采用的机械动力系统将逐渐被综合电力系统所取代，预计随着海军舰船及民船对综合电力系统需求的日益扩大，舰船用综合电力系统将迎来广阔的发展空间。

2.1 投资设立军工装备子公司，整合优势资源

公司投资设立军工装备子公司，旨在整合优势资源。公司拟与湘电集团有限公司、湖南省兵器工业集团有限责任公司、湖南国企改革发展基金管理有限公司、湖南省军民融合装备技术创新中心及经营者团队和核心骨干共同投资设立“湘电军工装备有限公司”(暂定名，以工商登记的名称为准)，首期注册资本 30 亿人民币。湘电股份和湘电集团的资产出资额为初步评估结果，最终将以具备证券从业资格和军工涉密业务咨询服务安全保密资格的资产评估机构出具的并经湖南省国资委备案的评估结果而定。目前，湘电股份和湘电集团资产出资部分的审计、评估工作尚未完成。我们认为，此次设立湘电军工的，将湘电集团和湘电股份的军工生产线、专项工程项目充分整合，有助于军工研制生产所需的相关资源在管理、使用上高度统一，有助于满足公司军工研发产业化布局要求。

表 5：湘电军工的各股东方拟认缴出资情况

出资方	出资金额（亿元）	出资比例	出资形式
湘电股份	15.3	51%	资产
湘电集团	2.7	9%	资产
湖南兵器	6.0	20%	现金
国改基金	3.9	13%	现金
创新中心	1.2	4%	现金/资产
经营者团队和核心骨干	0.9	3%	现金
合计	30.0	100%	--

资料来源：公开资料、申万宏源研究

合作方背景深厚，看好未来产业层面执行力度。（1）湘电集团是湖南省国资委下属的国有独资公司，是湖南省重点培育和发展壮大的大型企业集团，其前身湘潭电机厂自“一五”期间被列入国家 156 项重点建设项目以来，承担了中国舰船电机、电控及大容量断路器成套设备的制造任务。（2）湖南兵器是 2001 年经湖南省人民政府和原国防科工委批准组建的湖南省属国有大型企业集团，由湖南省人民政府主管，经营领域涉及军工、公安武

警防暴、机械制造、建筑材料、化工材料等。(3) 湖南国企改革发展基金管理有限公司于 2016 年 3 月注册成立，注册资本 1 亿元，实际控制人为湖南省湘投控股集团有限公司，是湖南省第一个聚焦于国企改革发展的资本运作平台。(4) 创新中心是由湖南省人民政府和海军工程大学联合组建、共同管理的事业单位，成立于 2016 年 9 月；业务范围是开展海军工程大学科技成果转化及产业化工作，与相关企事业单位联合开展科技攻关活动，业务主管单位为湖南省经济和信息化委员会。

湘电军工走上“可持续发展”，加快军民产业融合。我们认为，本次湘电军工的设立，还带来两个好处。**第一是创新机制体制，促进军工可持续发展。**通过引进战略投资者及先进的管理理念，构建优秀的军工发展管理模式；通过大力推行职业经理人制、全员竞聘、员工持股、末位淘汰等机制，激发内部活力和动力，已达到军工产业规模快速增长，经济效益大幅提升的目标。**第二是加快军民产业融合，借力推荐民用市场。**军工产品的研制、生产能力的提升，必将促进其技术向民用市场转化。在军品研制生产过程中，产品从技术方案、结构设计、工艺方案、试验考核等各方面均进行严格、充分的论证，技术成熟度高。在此基础上开展民用化技术转化，可大幅缩减研发周期、降低研制风险，促进民用产品系列化开发，推动民品市场开发与拓展。

表 6：湘电集团 2014 年及 2015 年 1-9 月主要财务数据披露（单位：万元）

类型	期间	同比期间
项目	2015 年 9 月 30 日	2014 年 12 月 31 日
总资产	3,122,948.00	3,024,684.84
总负债	2,600,652.22	2,582,005.30
所有者权益	522,295.79	442,679.54
归属于母公司的所有者权益	118,080.08	137,001.52
项目	2015 年 1-9 月	2014 年度
营业收入	847,922.79	1,025,943.83
营业成本	874,383.82	1,073,363.93
利润总额	-21,456.63	-37,627.58
净利润	-25,122.88	-40,038.12
归属于母公司的净利润	-29,472.97	-38,646.72
项目	2015 年 1-9 月	2014 年度
经营活动产生的现金流量净额	4,707.66	22,820.92
投资活动产生的现金流量净额	-155,184.37	-18,567.18
筹资活动产生的现金流量净额	97,641.72	-15,139.32
现金及现金等价物净增加额	-53,490.80	-12,103.70

资料来源：公开资料、申万宏源研究

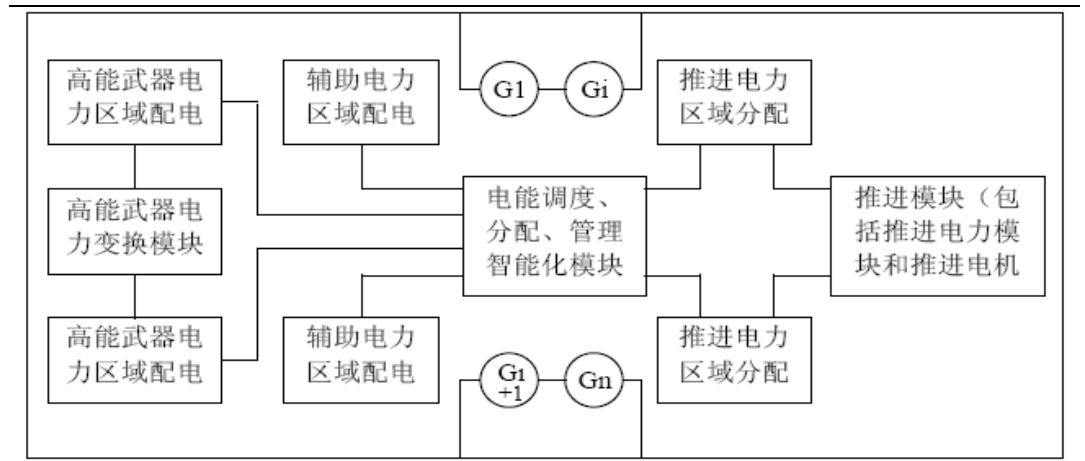
2.2 “走向深蓝”推动海军发展，综合电推助力公司发展

建设海洋强国、打造深蓝海军是我国当前时期的重大战略部署。维护海洋权益离不开建设一支具有现代化装备水平的深海蓝军，2015 年我国国务院发布中国国防白皮书《中国

的军事战略》，表示要打造“近海防御和远海护卫相结合”的海军力量，同时再次重申了军民融合深度发展的国家战略。我们认为，我国已经迎来海军建设的高潮期，各型号护卫舰、驱逐舰、潜艇、警用舰船密集立项、研制、下水和入列，舰船及海洋防务领域将迎来空前的发展空间。

“舰船综合电力系统”是 21 世纪国内、外舰船动力系统技术的主要发展方向。进入 21 世纪以来，世界军事强国纷纷提出了发展以电能作为主要能量形态方式的新型舰船用动力系统——舰船综合电力系统，以适应舰船自身高隐身性能的需要及新型高效能武器装备对电力呈倍数增长的需求。该系统取消了机械动力系统中的齿轮传动机构，采用电力驱动系统的模式，实现从原动机到驱动机构的能量传递，主要包括电能产生模块、系统配电网路与电能智能化监控管理模块、电力推进模块和电能变换模块等四个模块，由原动机、发电（储能）设备、控制（变流）设备、推进（驱动）设备、螺旋桨（驱动轮）等组成。

图 7：综合电力推进系统示意图



资料来源：公开资料、申万宏源研究

“综合电力推进系统”较传统系统拥有三大优势。与机械推进方式相比，综合电力推进系统的优势主要有：（1）经济性好（2）提高了舰船的战斗能力（3）增强了舰船的生命力。

表 7：湘电“综合电力推进系统”较传统系统拥有三大优势

性能	具体描述
经济性好	自动化程度得以提高；布置的灵活性使得舰船的结构得以优化，也改善了舰船的生产效率，有利于模块制造，降低了生产费用；航行时，只让保持最小数量的原动机运行，减少了原动机的总运行时间，节省了维护费用和燃油总消耗。
提高了舰船的战斗能力	由于减少了原动机数量，特别是取消了大型传动轴承和齿轮箱的使用，可腾出有效空间以装载更多货物或武器；能为未来的激光、电磁等高能武器提供足够的电力；提升了舰船的操纵性，推进器由电机控制，能在全速范围内实现无级调速，比起机械传动能大大提高对指令的响应速度；续航力得到提升，不仅降低了耗油量，同时节省的重量可装载更多的燃油；突破了将发动机、推进器、传动轴系布置在一条直线上的传统设计模式，用电缆完全取代机械连接，原动机可以布置在任何地方，使全舰系统和设备布置更加灵活，可降低舰船排水量。

降低了噪声，提高了隐蔽性，由于原动机可以布置在水线以上，从而可以降低水下辐射噪声，且由于取消了传动轴和齿轮箱，也大大降低了振动噪声；操作人员可选择最合适的发动机组合形式，确保每台发动机都以最佳效率工作，避免了发动机的低负载运行；由于集中供电，且从发电机组到推进电机等各个环节都有一定的冗余，某台柴油机故障不会影响推进器的工作，从而因此航速和续航力的明显降低。通过合理布局和控制分配等保护保护手段，使得系统具有很强的抗故障能力，提高了舰船的生命力。

资料来源：公开资料、申万宏源研究

公司是我国舰船电力推进成套设备生产厂家，承担了我国大功率舰用推进系统及发电模块的研制及生产任务。其前身湘潭电机厂自“一五”期间被列入国家 156 项重点建设项目以来，承担了中国舰船电机、电控及其大容量断路器成套设备的制造任务，历经近 60 年的创新发展，湘电集团在军工产业方面已形成了完备的舰船发电、配电、变电及推进等军用电力系统设备研制生产体系，为舰船用综合电力系统的研制打下了坚实基础。湘电集团拥有一类武器装备科研生产许可证和二级保密资格单位证书。

表 8：公司综合电推系统的研发历史（截止 2016 年）

报告期	内容提要
2009 年报	永磁吊舱推进电机等重大新产品试制成功。 在海洋装备制造领域，加快研制发电、配电、推进为一体的综合电力设备，实现从水下向水面延伸拓展。
2010 年报	加快产品结构瘦身归核，着力发展风电成套装备、大中型交直流电机、工业泵、船舶全电系统、电机电控成套系统等主导产品
2011 集团年报	湘电集团在《践行“十力”文化助推调结构转方式》报告中介绍了公司的大型船舶电力成套装备制造业务，主要产品有 10~20 兆瓦级新型感应电动机推进系统成套产品、“大船”项目 ZX 电机、大功率储能电机、永磁吊舱推进电机等。 按照产业集聚、规模发展的原则，继续深化“十二五”发展战略，推动风电成套装备、大中型交直流电机、工业泵、船舶全电系统、电机电控成套系统等 5 大核心主业产业优化升级。公司研发能力雄厚先后研制了大功率超导电机、高压高效异步电机、系列高压隔爆型电机、新型双馈风力发电机、石油钻井电机和船用新型感应电机等高附加值产品。
2012 年报	依托机电一体化核心优势，进一步巩固和发挥电动车辆制造、船舶电力推进、电气牵引控制三大核心技术优势。
2013 年报	加快产品结构瘦身归核：着力发展风电成套装备、大中型交直流电机、工业泵、船舶全电系统、电机电控成套系统等主导产品。
2015 年报	
2016 公告	湘电集团以资产和现金相结合的方式认购 2016 年非公开发行股票总量的 31.81%，集团军工资产注入公司。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2.3 综合电推系统有望打开民品市场

军民融合是方向，期待未来民船综合电推大规模应用。综合电力推进系统由于前期投资较高，在民用运输船市场应用较少，但进入 21 世纪以来，我国民船电力推进技术的发展还是取得了长足进步，主要在工程船和公务船市场。2002 年广船国际为 COSCO 建造的 18000t 级半潜船“泰安口”是我国第一艘自行建造的海洋工程大型特种船舶，采用了两套 SSP 吊舱电力推进系统；2005 年江南造船建造的“海监 83”是我国自行设计的采用紧凑型

吊舱装置的全电力推进系统的船舶，随后 2006 年投入试运行的烟大火车轮渡也采用电力推进方式的船舶，同年 10 月，天津新港造船厂建造的我国首艘采用全电力推进系统的火车滚装船“中铁渤海 1 号”顺利交工。近年 708 所设计的半潜重载船、起重船、物探船多采用全电力推进系统，如“华海龙”、“海油 278”、“海油 720”等。

但由于国内船用设备的研发能力不足，民船电力推进系统绝大多数都是由国外系统集成设计，综合电力推进技术的发展仍处于一种被动跟进状态。可喜的是我国已有高等院校的综合电力推进系统通过样机试验，初步具有装船能力。由于电力推进的特殊优点，工程船、破冰船等一些特殊用途舰船仍然广泛采用电力推进。我们认为，未来电力推进将会成为一种广泛采用的先进船舶推进系统。

表 9：综合电推在民船领域的应用

船种	应用描述
破冰船	电推系统有利于加载 2 倍的瞬间高负载，对船只的破冰有着重要的意义
海洋工程船	普遍装备吊舱式电力推进系统，附加值较高，具有振动小、噪音小等特点，满足商业需要
豪华游轮	包括救生船、潜水作业船、钻井船等，在航行之外有大功率能源的其他目的需要，综合电力系统正好满足了这一要求
特种船舶	海洋调查船、测量船等需要进行声学海洋测量，综合电力系统能有效降低噪音

资料来源：知网、申万宏源研究

3. 陆上风电限电改善，前瞻布局海上风电

3.1 风电行业收入稳健增长

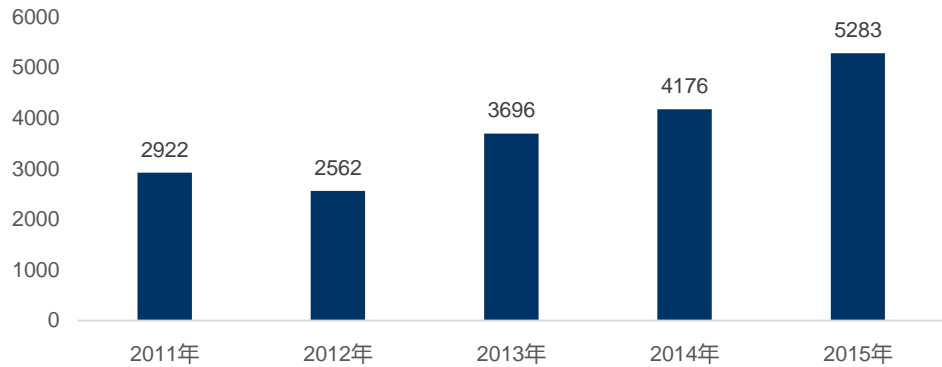
风电业务 2015 年占到公司主营收入的 55.86%。2012 年风电市场景气度较低，公司风电业务毛利率降低至历史低点，公司整体营收和盈利均受到较大影响。2012 年之后，随着风电市场复苏，公司收入也恢复增长态势，2013 年业绩扭亏为盈，2015 年公司净利润增长 16.7%，同比稳中有升。从营业构成来看，风电是公司的主要收入来源。2015 年，风力发电系统收入 52.83 亿元，占比 55.86%；毛利 8.68 亿元，占比 62.02%。

公司在兆瓦级的风机技术优势明显，前瞻布局海上风电。公司全资子公司湘电风能自 2006 年起就开始研制公司“兆瓦级（2MW）直驱型风力发电机组机器关键零部件设计和制造技术”，课题进入国家 863 计划；2007 年 11 月，我国第一台具有自主知识产权的 2 MW 永磁直驱风力发电机在公司成功下线并实现批量生产。2009 年，公司出资 1000 万欧元收购达尔文公司。该公司主营业务为海上大型风电机组的设计研发。目前，公司承建的“海上风力发电技术与检测国家重点实验室”，是我国唯一的海上风电重点实验室。

2016 年公司着力开发低风速风力发电机，逐步向智能风机和智慧风场方向发展。继续做好陆上和海上风机机型研发工作，陆上风机完成 XE122-2500 风力发电机组的研发及样机试制任务；海上风机依托福建莆田平海湾项目，完成 XE1281-5000 机型样机试制和

XE128-5MW 机型试制总结及鉴定工作。2016 年 7 月，公司在平海湾 10 台 XE128-5000 海上风机顺利并网装机发电。积极拓展风电运维和备品备件市场，培育新的经济增长点。

图 8：公司最近五年风力发电系统营业收入（单位：百万元）



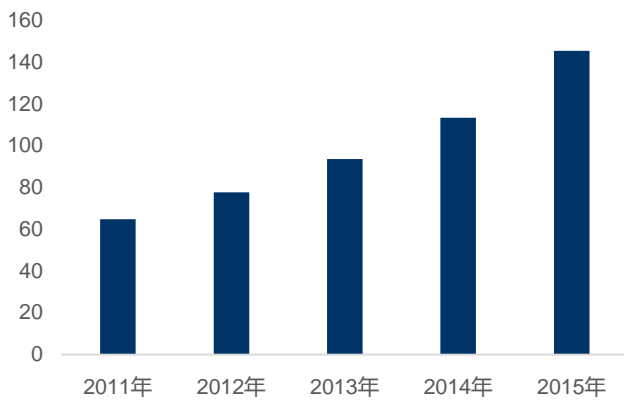
资料来源：公开资料、申万宏源研究

3.2 “十三五”期间海上风电有望成为增长点

公司前瞻性布局大型永磁直驱、海上风电机组。随着陆上风电上网标杆电价的逐步下调，风电运营商将投入更多精力提高风电场效率，而非增加每年的装机数量，未来缺乏技术优势的公司将逐渐退出市场。这一趋势下，湘电股份等技术优势明显的风电整机商将开始凸显优势，在服务领域和运维领域发力。

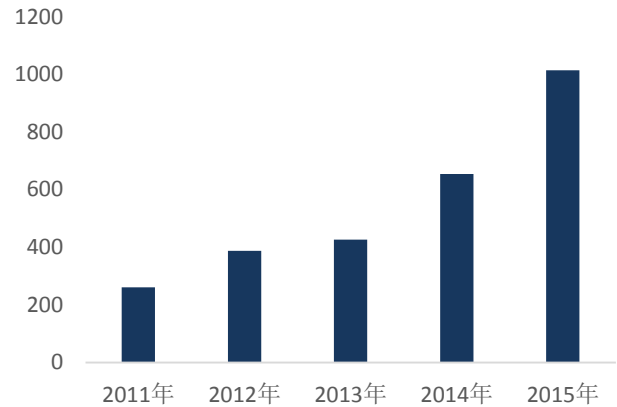
“十三五”规划显示海上风电迎来成长期。2016 年我国风电发展逐步趋于稳定，限电情况不断好转，送出和消纳问题逐渐趋于缓和，风电运营的效益趋于稳定，风电有望成为电力开发企业的首选，未来发展势头良好。根据国家能源局规划思路，“十三五”期间新增装机维持在 1 亿千瓦。其中：三北地区 5000-6000 万千瓦，内陆地区 4000 万千瓦，海上风电力争达到 1000 万千瓦。“十三五”规划对 2020 年海上风电装机容量目标确定为 1000 万千瓦。而截至 2015 年底，我国完成的海上风电装机容量仅 101.4 万千瓦，也就是说未来五年海上风电分别对应 180 万千瓦以上的年均装机量增长空间，未来潜力巨大。

图 9：中国风电累计装机量（单位：GW）



资料来源：中国风能协会、申万宏源研究

图 10：中国海上风电累计装机量（单位：MW）



资料来源：中国风能协会、申万宏源研究

公司凭借技术优势积极布局运维市场。由于前些年风电的爆发式增长，内陆优质风电场开发已趋于饱和，未来我国风电产业将进入“后市场”开发周期，市场上将有数万台风机临近质保期，尤其是早期安装的风电机组，经过多年运行将会出现质量问题，故障率会比较高。此外，每年都有机组超过质保期，质保期过后风机的运营维护将需要新的力量填补。至 2020 年，中国风电装机容量将达到 2 亿千瓦，届时将有约 10 万台风机的运维需求。我们预计，到 2020 年，风电运维市场的总量达 1000 亿元，平均每年达 180 亿-200 亿元。公司正积极拓展风电运维和备品备件市场，培育新的经济增长点。

4 政策推动城轨市场高增长，公司技术壁垒高

4.1 公司是国内最早从事地铁牵引控制系统的厂商

公司是国内最早从事地铁牵引控制设备的生产厂家。近年来，公司先后与日本东洋电机公司、韩国现代集团乐铁（ROTEM）公司合作生产交流牵引传动系统，将核心技术向相关产业延伸，提升系统设计及研究开发能力。公司先后承建了北京地铁八通线、1 号线、10 号线、9 号线、亦庄线；成都地铁 1 号线、成都地铁 2 号线；深圳地铁 3 号线；天津地铁等。

轨交牵引系统技术壁垒高，公司积极投入研发。轨道交通牵引系统对可靠性、维修性和安全性有很高的要求，市场主要集中于该领域精耕细作多年的企业。国内主要厂商有常牵庞巴迪、上海阿尔斯通、西门子中国、南车时代电气和公司。城市轨道交通具有较高的进入壁垒，包括技术、资金等方面，在轨道装备制造领域上，南车、北车尚处于垄断地位，但公司作为拥有多年电机制造经验的老牌企业，在城市轨道交通牵引系统的研发上也取得了重要的突破，下辖的北京湘电科技与湖南湘电东洋电气在轨道车辆电机、电气产品上具备技术优势，业务有望维持 15% 左右的复合增长率。

4.2 政策推动城轨市场爆发

国家通过 PPP 项目推动城轨市场发展。发改委向社会公开推介第三批基础设施 PPP 项目，1233 个项目共涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等 7 个领域，总计金额 2.14 万亿。交通运输项目，共计 574 个，其中包含城市轨道交通项目 22 个，这 23 个项目总计金额 2,025 亿元人民币，项目金额占总体的 9.5%。

三年行动计划出台，积极推动城轨规模放量。2016 年 5 月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨交等交通基建领域共 303 个项目，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016-2018 年分别为 2.1 万亿、1.3 万亿、1.3 万亿。城市轨道交通建设成为三年内交通基础设施投入的重点。按照《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，未来三年我国总新增城市轨道交通规划里程达到 2,385 公里，共计 103 个轨交项目，投资额高达 1.6 万亿。其中 2016 年和 2017 年将是城轨建设和投资的高峰期。2016 年城轨规划建设长度有望达到 1,280 公里，相比 2015 年增长近 170%，2016 年的新增里程几乎是前四年新增里程的总和。

表 10：2016-2018 年全国主要城市地铁规划开工里程（单位：公里）

城市	2016 年开工	2017 年开工	2018 年开工	城市	2016 年开工	2017 年开工	2018 年开工
北京	275	22	0	青岛	0	23	61
常州	20	0	0	厦门	38	0	0
成都	59	0	0	绍兴	0	30	11
大连	0	44	13	深圳	93	29	0
东莞	58	0	0	石家庄	16	13	8
福州	0	66	24	太原	24	0	0
广州	13	0	0	天津	127	75	0
贵阳	13	70	32	乌鲁木齐	21	0	0
合肥	40	40	0	无锡	39	22	0
呼和浩特	28	0	0	芜湖	0	17	30
济南	19	35	0	武汉	72	28	113
昆明	67	0	0	西安	20	20	45
洛阳	0	23	18	徐州	18	0	0
南昌	47	5	4	长春	13	0	0
南京	43	41	37	郑州	30	0	0
南宁	21	28	0	重庆	38	25	0
南通	0	39	20	宁波	28	0	0
总里程					1280	695	416

资料来源：《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》、申万宏源研究

公司借力资本市场，技术优势保竞争。公司于 2015 年 2 月完成定增，拟投入 4.77 亿元用于高端装备电气传动项目，希望在变频调速技术上有所突破，进一步提升公司在城市

轨交牵引系统领域的竞争力，且未来有望运用于风电、高效节能等产业，实现更多的进口替代。预计项目达产后，可实现年销售额可达 25.26 亿元，利润总额 2.51 亿元。

表 11：主要公司牵引系统业务情况

公司	牵引逆变器业务主要情况
常牵庞巴迪	为机车车辆、地铁车辆、城市轻轨提供整套牵引传动控制系统。庞巴迪与新誉集团合资公司。
上海阿尔斯通交通电气	中法合资公司。生产轨道交通车辆的牵引系统设备、辅助变流器和相关电气设备
西门子中国	主要产品面向中国城市轨道交通市场
株洲南车时代电气	为中国南车子公司，专注于列车和城轨系统列车、铁路、城轨和非铁路牵引系统制造和销售
大连电牵	为中国北车子公司，通过与国内高校、科研院所等合作模式，掌握电力牵引关键核心技术
湘电股份	为地铁、轻轨等城市轨道交通提供成套电机、电控系统

资料来源：各公司官网、申万宏源研究

5. 高效电机技术优势有望延续

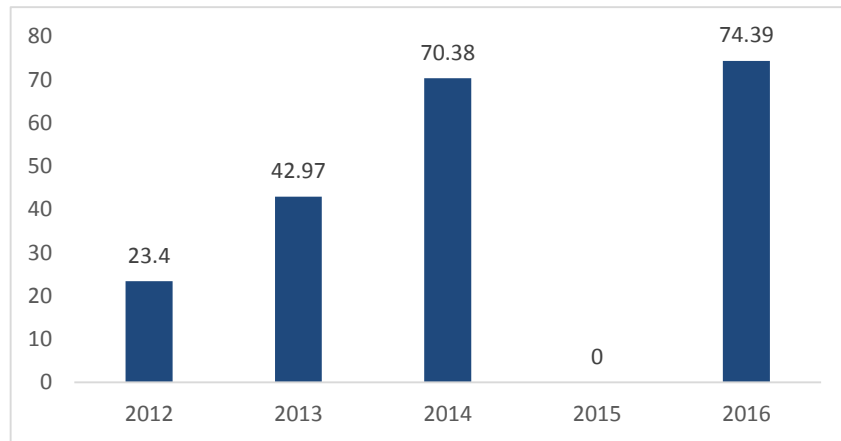
5.1 技术竞争优势较强，但受制于市场需求疲软

交流电机使用范围扩大，直流电机逐步被取代。2015 年，受市场疲软影响，公司实现交流电机营业收入为 9.85 亿元，同比下降 22.50%，直流电机营业收入为 0.24 亿元，同比下降 70.49%；公司交流、直流电机毛利率分别为 27.67%、2.06%，较上年同比分别下降 2.39 和 6.84 个百分点。

公司电机板块历史悠久，火电站辅机驱动电机市场份额高。公司自 1936 年成立起，就以生产电机为核心业务。公司生产的电机广泛用于电力、冶金、风力发电、军工、城市供水、水泥、水利、纸业等行业，产品远销世界三十多个国家，目前已形成了以火电、核电辅机电机制造技术、冶金变频电机制造技术、石化及矿山防爆电机制造技术、核电站主凝泵电动机制造技术、2MW 以上系列永磁风力发电机制造技术为核心的交流电机制造技术。公司是国内最大的火电站大型辅机电机制造商，在火力发电站辅机驱动电机等高端客户领域占据了国内 50% 以上的市场份额。

技术竞争优势较强，但受制于市场需求疲软。在行业中，公司品牌影响力和市场占有率都属于国内同行业先进水平，据中国电工行业协会统计数据显示，电机行业排名第四，其中高压电机同行业排名第一。目前虽然国家将大力推进“电机系统节能工程”，优化发展一批高效节能环保重点产品，高端电机市场发展前景较好，但是受国内经济增速放缓，以及钢铁、水泥等行业产能过剩影响，公司电机业务板块的发展受到一定的影响。

图 11：公司最近五年收到高效节能电机推广财政补贴情况（单位：百万元）



资料来源：公开资料、申万宏源研究

5.2 高效电机长期市场需求广阔

电机行业预计到 2020 年市场空间为 870 亿元。我国决定到 2020 年中国单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，高效节能电机一直被视为节能突破口，我国在提高电机系统效率方面有着巨大需求前景，高效节能电机在未来市场中将会占据主导地位。预计到 2020 年，电机行业销售收入为 870 亿元左右，包括大中型电机预计销售收入达 215 亿元，小型交流电机预计达 655 亿元。由于传统行业包括火电、冶金、水泥等市场大概率将会持续疲软甚至进一步衰退，市场增长领域主要在电站设施改造、石化防爆、节能环保、水利、核电以及新能源开发等领域，尤其值得关注的是快速增长的新能源汽车驱动电机市场。

高效节能电机将是未来发展方向。电机是工业生产中用电大户，目前我国工业能耗约占总能耗的 70%，其中电机能耗约占工业能耗的 60%~70%，我国决定到 2020 年中国单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，节约电能是减少碳排放的重要途径，国家政策的导向是电机的高效化和节能化，电机产品将围绕节能和环保两大方面进行研发，因此，提高电机效率，降低电机能源消耗，研发推广应用高效电动机，具有重要的国家能源战略意义和现实的社会效益。

高效节能电机的两大特点是专业化和大容量。特点一是专业化。电机产品广泛应用于冶金、电力、石化、煤炭、矿山、建材、造纸、市政、水利、造船、港口装卸等各个领域，随着电机行业的不断发展，电机产品的外延和内涵也不断拓展，电机的通用性逐渐向专用性方向发展，电机正向专用性、特殊性、个性化方向发展，如煤矿电机、防爆电机、微特电机等。未来电机制造企业的重要发展方向，是具有非标准化定制适应能力。**特点二是产品单机容量不断增大。**随着现代化工业生产规模的逐步增大，与之相配套的生产设备也向着集成化、大型化、规模化方向发展，拖动大型机械设备的电动机功率也随之越来越大，高电压等级、大容量、高性能电机成为最重要的方向。对于各种轧机、电站辅机、高炉风机、铁道牵引、轨道交通、舰船动力、排灌用泵等传动用的大型交、直流电动机，单机容量不断扩大，品种也不断增多，这也促使电机生产企业纷纷向高压大中型电机行业靠拢，以提高自身竞争力。

6. 军民融合是方向，盈利能力将提升

公司是国内机电一体化龙头，发展历史优秀，技术积淀深厚，是我国电工行业综合技术优势和产品配套能力最强的企业之一。公司实际控制人是湖南省国资委。2016年前三季度公司收入同比上升 14.59%，净利润同比上升 785.57%，公司业绩成长主要体现在风电板块和贸易板块上。“十三五”期间，公司的业务发展方向调整为军工（尤其是海军装备和陆军装备）、电机、电传动、风电、工业泵。

公司投资设立军工装备子公司，旨在整理产业优势资源。公司与多家优秀合作方共同投资设立“湘电军工”，旨在将湘电集团和湘电股份的军工生产线、专项工程项目充分整合，有助于满足公司军工研发产业化布局要求。根据中国国防白皮书的精神，我国将打造“近海防御和远海护卫相结合”的海军力量，我国已经迎来海军建设的高潮期。舰船电力推动是未来国内、外舰船动力系统技术的主要发展方向，而公司是我国舰船电力推进成套设备生产厂家，承担了大量军方订单；此外公司也在积极推动民船上综合电推系统的大规模应用。

公司风机销售受益国内市场限电改善，且公司前瞻布局海上风电市场。从营业构成来看，风电是公司的主要收入来源。2015年，风力发电系统收入 52.83 亿元，占比 55.86%。公司未来三年的风机销售增长受益国内市场限电改善；公司布局海上风电市场多年，且已中标福建沿海多个海上风电项目。

盈利预测与评级：我们认为公司在“十三五”期间将治理重心从收入增速转向盈利能力，重点改变产品收入结构，提升综合毛利率；且公司将发挥董事长的军工行业背景和资源优势，积极推动军工业务做大做强，带来业绩与估值的戴维斯双击。我们预计公司 2016-2018 年的归母净利润分别为 1.93 亿元、4.03 亿元和 6.67 亿元，对应每股收益分别为 0.20、0.43、0.71 元/股，当前股价对应估值分别为 78 倍、36 倍和 22 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

通过分布估值法，我们认为军工行业可比公司 2017 年 PE 为 54 倍，我们预计公司 2017 年军工业务将贡献 2.05 亿净利润，对应 110 亿市值；民品行业（风机、电机、轨交等）可比公司 2017 年 PE 为 27 倍，我们预计公司 2017 年民品业务将贡献 1.98 亿净利润，对应 53 亿市值；总体目标市值 163 亿，较当前市值有 18% 的空间。

表 12：可比公司估值表（单位：亿元、元/股、倍）

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
		2016/12/8	(亿元)	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
002202	金风科技	17.05	472	1.05	1.20	1.42	1.63	16	14	12	10
002531	天顺风能	7.24	127	0.37	0.25	0.35	0.45	20	29	21	16
300129	泰胜风能	8.61	62	0.26	0.30	0.36	0.41	33	29	24	21
002249	大洋电机	9.52	222	0.20	0.23	0.30	0.38	48	41	32	25
002196	方正电机	27.59	72	0.32	0.56	0.80	1.07	86	49	35	26

300351	永贵电器	27.27	103	0.34	0.58	0.82	1.08	80	47	33	25
300011	鼎汉技术	21.79	114	0.49	0.41	0.65	0.83	44	53	33	26
	民品 平均							44	36	26	21
002413	雷科防务	13.02	140	0.52	0.13	0.18	0.22	25	98	73	60
600562	国睿科技	32.26	152	0.73	0.52	0.68	0.86	44	62	48	37
002013	中航机电	19.08	299	0.53	0.37	0.45	0.53	36	52	42	36
	军工 平均							35	71	54	44
600416	湘电股份	14.60	138	0.09	0.20	0.43	0.71	162	73	34	21

资料来源：WIND、申万宏源研究

表 13：关键假设表（单位：百万元）

营业收入	2015A	2016E	2017E	2018E
交流电机	985	739	1007	1481
直流电机	24	22	23	23
风力发电系统	5283	5811	6683	7685
城市轨道交通车辆牵引系统	296	219	226	232
水泵及配套产品	496	545	562	578
备品备件及其他	479	493	632	870
其他（贸易）	1895	2842	2928	3015
营业成本	2015A	2016E	2017E	2018E
交流电机	713	501	639	880
直流电机	24	19	20	21
风力发电系统	4414	4998	5747	6609
城市轨道交通车辆牵引系统	258	195	201	207
水泵及配套产品	386	414	427	440
备品备件及其他	367	296	379	522
其他（贸易）	1896	2842	2928	3015

资料来源：公开资料、申万宏源研究

表 14：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	6,626	7,749	9,500	10,671	12,059	13,886
二、营业总成本	6,626	7,777	9,504	10,528	11,657	13,157
其中：营业成本	5,433	6,452	8,096	9,265	10,341	11,694
营业税金及附加	28	42	42	47	53	61
销售费用	377	339	366	320	362	417
管理费用	461	495	547	534	603	694
财务费用	382	474	400	362	299	292
资产减值损失	(55)	(24)	52	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	37	0	0	0
三、营业利润	5	(27)	33	143	402	728
加：营业外收入	57	85	34	100	100	100

减：营业外支出	3	2	2	5	5	5
四、利润总额	60	56	65	238	497	823
减：所得税	5	2	18	60	124	206
五、净利润	55	54	47	179	373	617
少数股东损益	7	(0)	(17)	(14)	(30)	(49)
归属于母公司所有者的净利润	48	54	63	193	403	667
六、基本每股收益	0.08	0.09	0.09	0.20	0.43	0.71
全面摊薄每股收益	0.09	0.11	0.16	0.20	0.43	0.71

资料来源：WIND，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。