东兴证券
DONGXING SECURITIES

湘电股份（600416）：轻装上阵 重现生机

2020 年 02 月 24 日

强烈推荐/首次

湘电股份 | 公司报告

报告摘要：

事件：公司拟在产交所预挂牌转让湘电风能 100%股权。同时计划以 5.17 元/股的价格向湖南国资委下属兴湘集团定向增发不超 2.09 亿股，募资不超 10.81 亿元用于补流。

点评：

剥离亏损子公司，湖南国资真金白银扶持。湘电风能 2018 年亏损 13.2 亿元，19 年 1-9 月亏损 3 亿元，在现有条件下扭亏无望。此次处置是继转让长沙水泵厂后的第二次动作，止住出血点。按湘电风能 13.84 亿净资产测算，如果转让成功，上市公司有望获得较好的资金回流。公司未来将聚焦电机、电控和军工主业板块。资金支持方面，此前 2017 年 9 月，兴湘集团已认购湘电股份 9.4 亿元可交债，目前换股价已下修为 6.9 元/股，至 2020 年 9 月 14 日为换股期。本次锁价 5.17 元/股定增融资 10.8 亿元，限售期 18 个月，再度体现湖南国资做大做强上市公司的决心。2019 年三季报显示公司长期借款 1.3 亿元，前三季度财务费用 2.68 亿元。增发补流完成后，有望通过清偿银行借款，大幅降低负债水平，改善财报。

电磁弹射和全电推进技术是公司核心竞争力，具有世界先进水平。公司 2017 年设立的湘电动力公司聚焦军品，在以马伟明院士为核心的团队指导下，在全电系统、特种电机、高效储能等尖端装备技术领域发展很快。2018 年湘电动力实现收入 10.27 亿元，净利润 7563 万元。公司 19 年三季报中的合并资产负债表显示，截至 9 月末的预收款高达 9.6 亿元。我们预测这主要是湘电动力的军品预收款项。

增发公告披露，公司目前正在组建高端技术研发平台，加快布局民用卫星发射动力系统、船舶综合电力系统、大功率永磁电机、超高功率密度电机、大功率智能海上风机、轨道交通牵引系统、新能源汽车电传动系统、特殊车辆电传动系统等高端产品。民用卫星发射动力系统方面，航天领域的电推进系统又称“电火箭”，通过将电子约束在磁场中，并利用加速阳离子来获得推力，拥有结构简单、高比冲、高效率等优点。利用电火箭可实现航天器的姿态控制、位置保持、变轨和星际航行等任务。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,705.97	6,199.04	6,000.89	2,983.52	4,115.02
增长率（%）	-11.35%	-36.13%	-3.20%	-50.28%	37.92%
归母净利润（百万元）	91.20	(1,911.80)	(1,423.08	308.19	491.92
增长率（%）	-34.29%	-2196.33	-25.56%	-	59.62%
净资产收益率（%）	1.41%	-42.09%	-32.42%	6.90%	10.71%
每股收益(元)	0.10	(2.02)	(1.23)	0.27	0.43
PE	95.50	(4.73)	(7.75)	35.79	22.42
PB	1.39	1.99	2.51	2.47	2.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

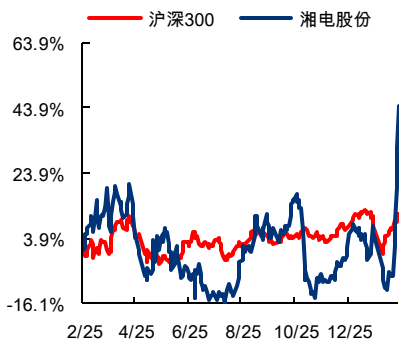
公司是我国电工行业大型骨干企业，是国家重大技术装备国产化基地，是电工行业产品配套能力、科研开发能力最强的企业之一。公司的主营业务是大中型交直流电机(含特种电机)、水泵、矿用采运设备(含特种车辆)和城市轨道交通车辆及电气成套设备的生产和销售，2019 年公司挂牌转让盈利能力欠佳的水泵和风能相关公司，聚焦发电机主业。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	9.55-6
总市值（亿元）	90.33
流通市值（亿元）	90.33
总股本/流通 A 股（万股）	94583/94583
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.21

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：陆洲
010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517080001
分析师：王习
010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480518010001
研究助理：朱雨时
010-66555574 Zhuysh@dxzq.net.cn

盈利预测：根据公司公告，公司正在积极剥离亏损业务，同时兴湘集团的介入为上市公司发展创造了较好的环境。公司已经搭建了核心军品平台，拥有重点国家项目，现金流充足，有望孵化更多新型项目。我们预计剥离亏损资产后，上市公司优质军品资产盈利能力将快速显现。公司已预告 19 年亏损 14 亿元，全面出清。考虑到军品的迫切需求、湘电动力订单的快速成长和财务费用的显著下降，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为-14.2 亿、3.1 亿和 4.9 亿元，对应 EPS 分别为-1.23 元，0.27 元和 0.43 元；对应 PE 分别为-7.8X，36X，22X，长期看市值空间在 200 亿元以上。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

资产剥离及增发进度不及预期，军品订单不及预期。

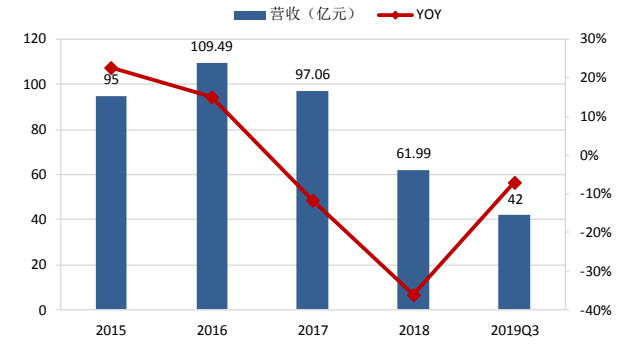
1. 公司基本情况简介

湘电股份是湘电集团有限公司集中主业部分的优良资产，于 1999 年注册成立，2002 年在上海证券交易所公开上市的公司。公司拥有 80 年的电机研制经验，在国内电机行业处于领先地位，在国际电机行业也具有较高的知名度和市场影响力。同时，湘电股份机电一体化重大装备研制开发能力和系统集成能力处于同行业先进水平，拥有电气牵引技术、船用电力推进技术和电动车辆制造技术三大核心技术，先后研制开发了我国第一台(套)重大新产品 1100 多项、其中 100 多项重大装备填补国内空白，为我国重大装备国产化事业作出了突出贡献。

目前公司拥有风力发电、交流电机、水泵及配套产品、城市轨道交通车辆牵引系统、直流电机五大业务板块。**其中交流电机和直流电机主要为军品，应用于各类舰艇船舶的发电、配电、变电、驱动等整个系统，以及部分特种车辆的传动、驱动系统。**

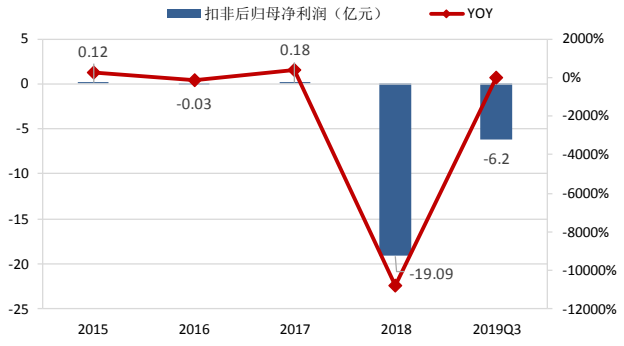
近年来，受风电拖累和贸易诉讼的影响，公司业绩亏损严重。公司营业收入自 2016 年以来便一路下滑，2018 年收入下降超过 30%。2018 年亏损 19.09 亿元， 2019 年预亏 14 亿元。

图 1：公司近年来营收情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司近年来净利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司大幅亏损的原因主要系子公司湘电风能有限公司和长沙水泵厂有限公司严重亏损。此外，公司除军工电机业务以外的其他业务表现均不尽人意。根据公司 2018 年年报，湘电风能公司 2018 年净利润为-13.24 亿元，长沙水泵净利润为-2.87 亿元。此外湘电重型装备有限公司净利润为-1.09 亿元，也对上市公司的盈利能力造成严重影响。

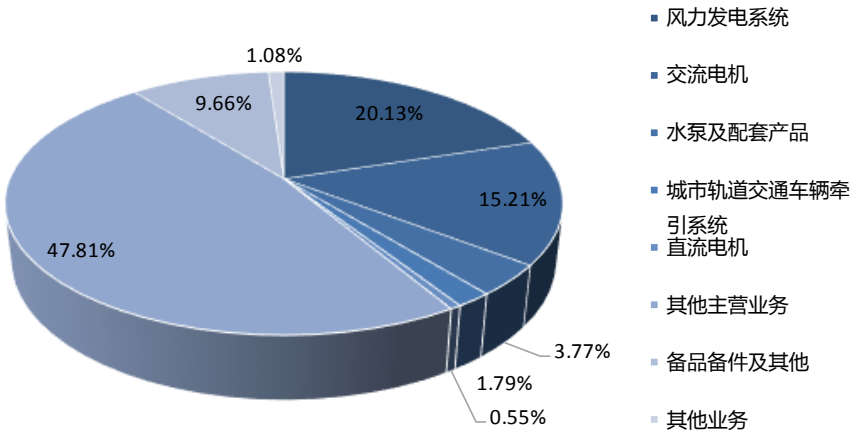
表 1：公司 2018 年对利润产生重要影响的子公司

子公司	主营业务	净利润（万元）
湘电风能有限公司	风力发电系统	-132,357.95
长沙水泵厂有限公司	水泵、环保设备、通用机械、机电产品及配套产品	-28,658.25
湘电莱特电气有限公司	电机、电控等发电设备、驱动设备及零部件	-6,893.66
湘电重型装备有限公司	重型电传动车辆、防爆蓄电池工矿电机车、架线式工矿电机车、特种装备车辆	-10,867.67
铁姆肯湘电（湖南）轴承有限公司	装轴承及相关元件和部件	-5486.39
湖南湘电动力有限公司	**军品类电机**	**7,563.24**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2019 年公司风电和水泵板块业务继续拖累公司业绩。公司风电亏损严重的原因在于原材料价格及营运成本过高利润空间受到压缩，水泵产品受国家电力结构调整及节能环保的需要，核电项目放缓，水泵销售量明显下降，同时也受材料价格及营运成本偏高的影响，水泵利润也大幅减少。根据 2018 年情况看，公司风电和水泵业务营收合计占比超过公司整体营收的 1/4。

图 3：公司营收构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从公司自身经营的角度看，靠正常经营已无力扭转亏损情况，因此公司自 2019 年起，开始了大刀阔斧的结构和战略调整。

2. 救援：剥离亏损资产，定增改善财务状况

公司于 2019 年 7 月 27 日发布公告，拟以 1 元的挂牌底价转让其持有的长沙水泵厂全部 70.66%股份。长沙水泵厂近三年来连续亏损，且亏损额逐年大幅增加，严重影响公司经营业绩。转让公司所持长沙水泵厂股权，有利于减少长沙水泵厂对公司的不利影响，有利于进一步优化公司资产结构，提高公司资产的运营效率，尽快实现改革脱困。同时有利于长沙水泵厂引入新的体制机制，激发经营活力。

2020 年 2 月 19 日公司发布公告，拟转让公司所持有的湘电风能有限公司 100%股权。由于公司风电整机业务行业竞争日趋激烈，主要原材料、零部件价格上涨，加上盈利空间进一步收窄，盈利能力差，存在一定产业发展风险；湘电风能长期大额亏损、且短期内暂时难以止损，严重影响公司经营业绩。转让公司所持湘电风能股权，有利于减少湘电风能对公司经营业绩的不利影响。

同时公司 2020 年拟非公开发行股票不超过 209,117,575 股（不超过本次发行前上市公司总股本的 30%），募集资金总额不超过 1,081,137,863 元。发行对象兴湘集团，是湖南省省属唯一国有资本运营平台，截至 2020 年 1 月末，兴湘集团基金管理总规模超过 220 亿元，且与十余家金融机构建立了合作关系，累计获批融资额度共计逾 40 亿元。截至 2019 年 9 月末，兴湘集团总资产约为 456 亿元，净资产约为 396 亿元。

三条公告清晰明了，实际内容就是：剥离亏损严重的资产，国资“输血”摆脱流动性危机。

3. 复苏：聚焦电机主业，电磁弹射和全电推进助力公司涅槃重生

公司在转让风电股权公告中明确表示：转让公司所持湘电风能股权，有利于减少湘电风能对公司经营业绩的不利影响，有利于公司聚焦电机、电控和军工主业板块，进一步优化公司产业结构，提高核心竞争力和运营效率。公司 2017 年设立的湘电动力公司聚焦军品，在以马伟明院士为核心的团队指导下，在全电系统、特种电机、高效储能等尖端装备技术领域发展很快。2018 年湘电动力实现收入 10.27 亿元，净利润 7563 万元。公司 19 年三季报中的合并资产负债表显示，截至 9 月末的预收款高达 9.6 亿元。我们预测这主要是湘电动力的军品预收款项。

增发公告披露，公司目前正在组建高端技术研发平台，加快布局民用卫星发射动力系统、船舶综合电力系统、大功率永磁电机、超高功率密度电机、大功率智能海上风机、轨道交通牵引系统、新能源汽车电传动系统、特殊车辆电传动系统等高端产品。

电磁弹射和全电推进技术是公司核心竞争力，具有世界先进水平。电磁弹射就是采用电磁的能量来推动被弹射的物体向外运动，目前最主要的用途在于航空母舰上用以舰载机的弹射起飞。美国最新航母“福特”号的一大亮点就是采用了电磁弹射器。

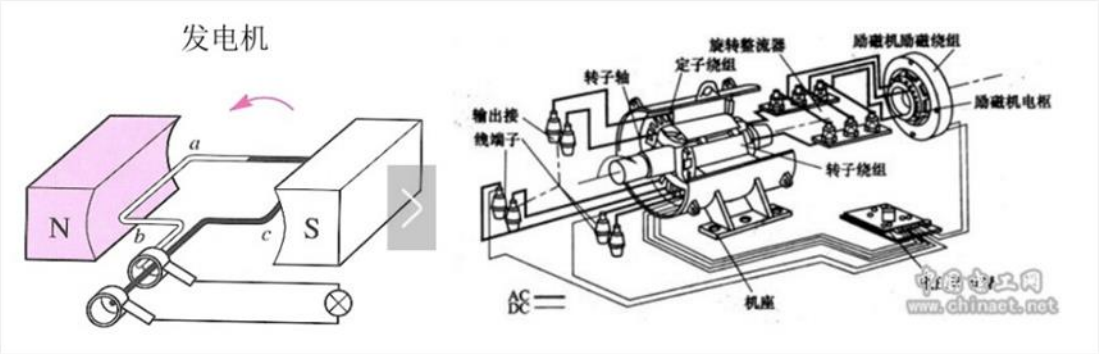
图 4：电磁弹射器

资料来源：新浪军事，东兴证券研究所

电磁弹射器的主要部件是一套直线电动机，利用强大电流通过线圈产生的磁场推动滑块高速前进。电流通过的线圈包裹着衔铁嵌在弹射轨道的内侧，产生强大的磁场；滑块在强大磁场下高速前进；在滑块运作的时候，只有滑块周围的线圈通电产生强大的磁场，以保证系统的能耗降到最低。

根据美国海军的航母制造经验和发展趋势，电磁弹射系统未来将成为航母的标准弹射系统。

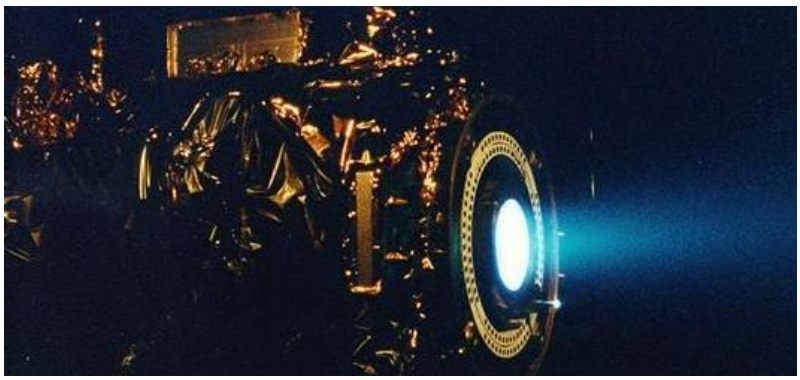
图 5：电磁弹射发电机原理图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

民用卫星发射动力系统方面，航天领域的电推进系统又称“电火箭”，通过将电子约束在磁场中，并利用加速阳离子来获得推力，拥有结构简单、高比冲、高效率等优点。利用电火箭可实现航天器的姿态控制、位置保持、变轨和星际航行等任务。

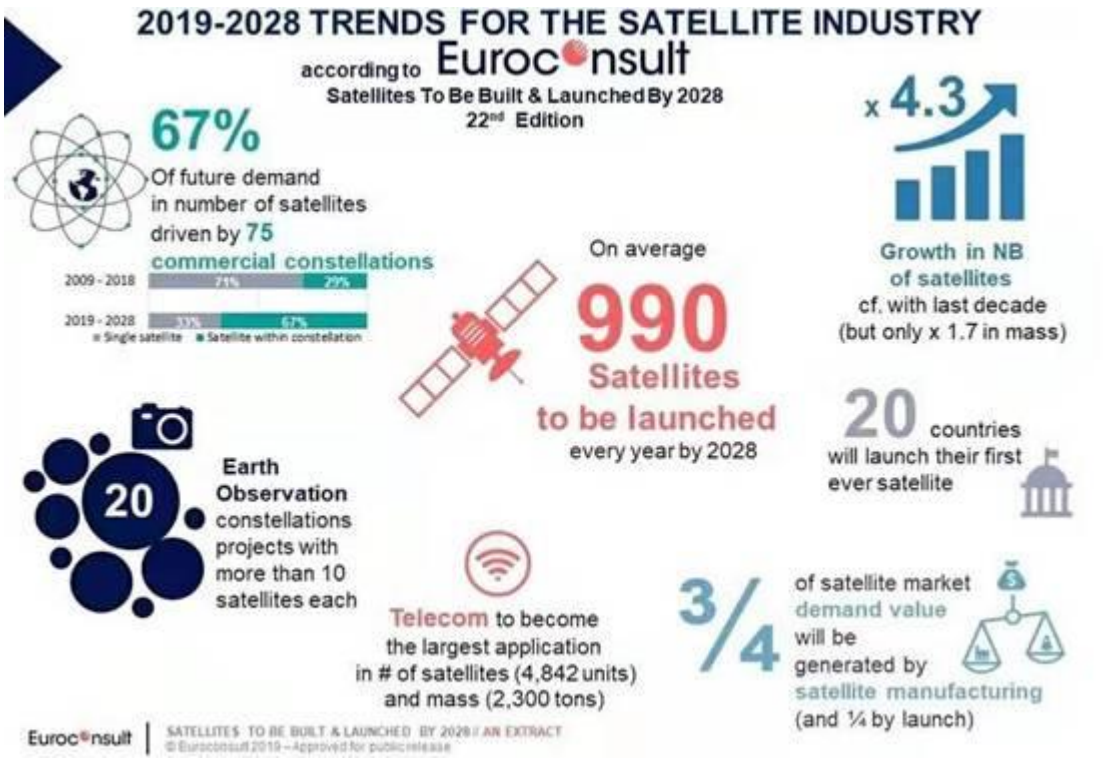
图 6：电推进系统



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前低轨通信卫星网络正成为各国发展的热点。2020 年 1 月 14 日，欧洲咨询公司发布了最新的卫星制造与发射服务分析报告《2028 年前卫星制造与发射》报告。报告预测，卫星市场将在卫星数量、价值和质量上发生根本性的变化，制造和发射的卫星数量将增加 4.3 倍，平均每年发射 990 颗卫星，而前十年平均每年发射 230 颗卫星。未来十年，该市场将达到 2920 亿美元，比前十年增长 28%，前十年的总收入为 2280 亿美元。未来十年在 Starlink、OneWeb、Kuiper、Telesat LEO 和 O3b mPower 等宽带项目的驱动下，预计 LEO 和 MEO 星座占总需求的 77%；低轨卫星市场规模巨大，前景广阔。

图 7：2019-2028 年航天产业发展情况



资料来源：《2028 年前卫星制造与发射》、东兴证券研究所

目前 starlink 卫星使用的氪离子推进器就是电推进的一种。我国于 2019 年 12 月 28 日成功发射的实践二十号卫星采用了 LIPS-300 离子电推进系统，实现了我国电推进技术在卫星上的首次应用，也标志着中国电推进技术正式迈向工程应用阶段。假设我国在后期的低轨卫星组网过程中都是用使用电推进系统，则该领域的市场空间将十分可观。湘电股份也有望在这一过程中发挥重要作用，开拓新的业务增长点。

4. 盈利预测

根据公司公告，公司正在积极剥离亏损业务，兴湘集团的介入为上市公司发展创造了较好的环境。公司已经搭建了核心军品平台，拥有重点国家项目，现金流充足，有望孵化更多新型项目。我们预计剥离亏损资产后，上市公司优质军品资产盈利能力将快速显现。公司已预告 19 年亏损 14 亿元，全面出清。考虑到军品的迫切需求、湘电动力订单的快速成长和财务费用的显著下降，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为-14.2 亿、3.1 亿和 4.9 亿元，对应 EPS 分别为-1.23 元，0.27 元和 0.43 元；对应 PE 分别为-7.8X，36X，22X，长期看市值空间在 200 亿元以上。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

资产剥离及增发进度不及预期，军品订单不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	15955	14021	13125	5532	6947
货币资金	2947	2805	2700	597	823
应收账款	7454	5925	5590	2370	3112
其他应收款	162	131	127	63	87
预付款项	302	429	536	576	633
存货	2885	2609	2192	776	1006
其他流动资产	772	671	665	577	610
非流动资产合计	6081	6371	7158	6966	6780
长期股权投资	41	37	37	37	37
固定资产	1714	1919	1746	1577	1409
无形资产	778	777	731	687	646
其他非流动资产	6	6	6	6	6
资产总计	22036	20392	20283	12499	13727
流动负债合计	13822	14014	14129	6344	7525
短期借款	5371	5356	5952	2340	2708
应付账款	4382	3688	3396	1081	1471
预收款项	349	1123	1147	1340	1481
一年内到期的非流	137	477	477	477	477
非流动负债合计	1125	1322	1322	1321	1322
长期借款	591	791	791	791	791
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	14947	15337	15451	7665	8847
少数股东权益	607	513	436	359	282
实收资本(或股本)	946	946	1155	1155	1155
资本公积	4869	4867	4867	4867	4867
未分配利润	461	-1484	-1844	-1798	-1724
归母公司股东权益	6482	4542	4390	4468	4592
负债和所有者权	22036	20392	20283	12499	13727

现金流量表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	92	24	-89	2058	462
净利润	84	-1989	-1500	231	415
折旧摊销	921.63	939.76	0.00	183.95	185.47
财务费用	302	367	367	288	200
应付帐款的变化	0	0	335	3219	-741
预收帐款的变化	0	0	24	192	141
投资活动现金流	-654	-480	-1512	-30	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	21	6	6	6	6
筹资活动现金流	920	0	1496	-4132	-200
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	209	0	0
资本公积增加	22	-2	0	0	0
现金净增加额	357	-455	-105	-2104	226

利润表					单位:百万元
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9706	6199	6001	2984	4115
营业成本	8281	5713	5334	2024	2826
营业税金及附加	47	39	37	19	26
营业费用	276	874	720	90	144
管理费用	632	499	483	179	247
财务费用	302	367	367	288	200
研发费用	0	169	200	149	206
资产减值损失	172.06	565.86	502.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.30	5.73	5.73	5.73	5.73
加：其他收益	27.75	28.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	43	-1992	-1637	266	473
营业外收入	47.64	7.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.89	52.42	52.42	6.00	6.00
利润总额	84	-2037	-1689	260	467
所得税	0	-48	-189	29	52
净利润	84	-1989	-1500	231	415
少数股东损益	-8	-77	-77	-77	-77
归属母公司净利润	91	-1912	-1423	308	492

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	-11.35%	-36.13%	-3.20%	-50.28%	37.92%
营业利润增长	-511.54	-4721.1	-17.82%	-%	77.70%
归属于母公司净利润	-25.56%	-121.66	-25.56%	-%	59.62%
获利能力					
毛利率(%)	14.68%	7.84%	11.11%	32.16%	31.33%
净利率(%)	0.86%	-32.08%	-25.00%	7.75%	10.08%
总资产净利润（%）	总资产	0.41%	-9.38%	-7.02%	2.47%
ROE(%)	1.41%	-42.09%	-32.42%	6.90%	10.71%
偿债能力					
资产负债率(%)	68%	75%	76%	61%	\
流动比率				0.87	0.92
速动比率				0.75	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.29	0.30	0.18	0.31
应收账款周转率	1	1	1	1	2
应付账款周转率	2.27	1.54	1.69	1.33	3.22
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.10	-2.02	-1.23	0.27	0.43
每股净现金流(最新	0.38	-0.48	-0.09	-1.82	0.20
每股净资产(最新摊	6.85	4.80	3.80	3.87	3.98
估值比率					
P/E	95.50	-4.73	-7.75	35.79	22.42
P/B	1.39	1.99	2.51	2.47	2.40
EV/EBITDA	9.62	-18.75	-14.95	17.96	15.77

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017 年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019 年加入东兴证券。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。