

*ST 湘电 (600416)

证券研究报告
2021 年 02 月 01 日

2020 全年预盈曙光望至，大额军品订单或将于 2021 年启动放量

2020 年归母净利润预盈 0.63~0.77 亿元，研发费用高增长或预示兑现期临近

1 月 27 日晚公司发布 2020 年业绩预告公告，2020 年预计归母净利润为 0.63~0.77 亿元，预计归母扣非净利润为-2.8~3.0 亿元，业绩预告主要原因：

- **亏损产业板块实现剥离：**2020 年 7 月 30 日公司完成全资子公司湘电风能有限公司的股权出售，主要亏损的业务板块实现剥离。
- **公司产品的毛利率有所回升：**公司通过采取降本增效等措施降低成本，主导产品毛利率水平有所回升。
- **风力发电机产品销量大幅上升：**通过加大外部风力发电机市场开拓力度，全年风力发电机业务收入同比大幅提升。

单季度看，2020Q4 归母净利润预计为-0.28~-0.14 亿元，较三季度下降，我们认为或与新品研发投入较高所致。进入 2020 年以来，公司研发费用持续走高，前三季度研发费用额（单季）分别为 0.36/0.60/0.39 亿元，同比增速分别为 187.49%/317.43%/104.27%，我们预计四季度研发费用投入或将维持高水平，并对单季利润有短期影响，预计 2021 年有望进入研发成果兑现期。

● 回复函揭示军品大额在手订单，2021 年有望进入显著放量阶段

20Q3 净利润 0.91 亿拐点已至，大额订单预示 2021 进入显著放量阶段。据公司对发审委回复函披露，公司目前聚焦电机、电控和军工三大优势业务板块，前三季度实现归母净利润 0.91 亿元，指标已显著高于 2018/2019 全年情况。我们认为**公司业绩已进入拐点，将进入上行通道**。在军工装备制造板块，公司前三季度毛利率达 16.97%，较 2019 年下降 5.59 pct。我们认为**主要系今年大量研发投入资本化转为无形资产，从而增加了资产端摊销所致，预计毛利率将随新产品进入稳定供应期实现快速回升**。此外，回复函披露截至 20Q3 公司军工业务在手订单达到 13.62 亿元，全年预计可交付 0.87 亿元。我们认为**公司当前军品大额订单在手，预计 2021 年板块将实现显著放量**。

● 特种电机/电推技术国际国内均领先，军品湘电动力股权激励团队持股 3.95%

公司是国内老牌军工配套企业，特种电机和电力推进技术在国内乃至国际上处于领先地位，特种产品市场占有率领先，依托“舰船综合电力系统系列化研究及产业化项目”建设了一系列厂房，同时打造了军工研发中心，装备能力和技术水平持续提升。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。据 2020 半年报，公司军工子公司——湖南湘电动力有限公司将于后期进一步夯实股权激励计划，具体方案经上级主管单位审批后实施。

盈利预测与评级：我们认为，受疫情等影响 2020 年部分重点产品订单交付或后移至 21-22 年，故将 2020 年营收增速从-11.06%下调至-16.97%，将 21-22 年营收增速从 16.30%/18.72%上调至 21.07%/24.73%，在此假设下，20-22 年营收为 43.22/52.32/65.26 亿元，净利润为 0.61/4.00/5.50 亿元，EPS 为 0.06/0.42/0.58 元，PE 为 258.45/39.29/28.58x，维持“买入”评级。

风险提示：特殊产品收入确认风险，风力发电机市场价波动，股票被实施退市风险；业绩预告为初步测算结果，以年报数据为准。

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------------|------------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,199.04 | 5,204.77 | 4,321.77 | 5,232.19 | 6,526.31 |
| 增长率(%) | (36.13) | (16.04) | (16.97) | 21.07 | 24.73 |
| EBITDA(百万元) | (1,283.78) | (155.88) | 561.96 | 813.18 | 987.92 |
| 净利润(百万元) | (1,911.80) | (1,578.92) | 60.86 | 400.38 | 550.42 |
| 增长率(%) | (2,196.33) | (17.41) | (103.85) | 557.86 | 37.48 |
| EPS(元/股) | (2.02) | (1.67) | 0.06 | 0.42 | 0.58 |
| 市盈率(P/E) | (8.23) | (9.96) | 258.45 | 39.29 | 28.58 |
| 市净率(P/B) | 3.46 | 5.95 | 5.57 | 4.88 | 4.17 |
| 市销率(P/S) | 2.54 | 3.02 | 3.64 | 3.01 | 2.41 |
| EV/EBITDA | (5.84) | (55.91) | 31.57 | 22.38 | 17.77 |

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 | 16.63 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 945.83 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 945.83 |
| A 股总市值(百万元) | 15,729.22 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 15,729.22 |
| 每股净资产(元) | 2.91 |
| 资产负债率(%) | 74.48 |
| 一年内最高/最低(元) | 23.60/5.74 |

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

许利天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080006
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

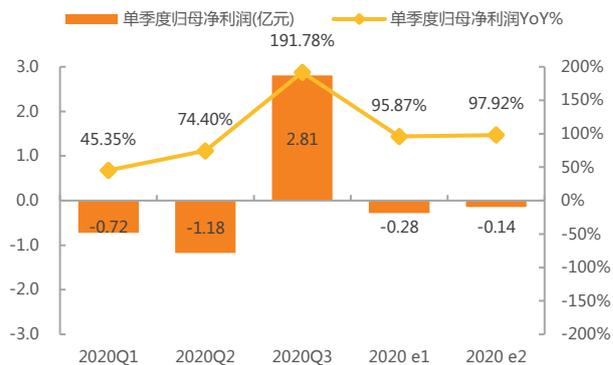
- 1 《*ST 湘电-公司点评:定增过会涅槃重生，回复函显示军品大额在手订单》 2020-12-30
- 2 《*ST 湘电-季报点评:20Q3 归母净利润如期实现扭亏，电磁综合电力龙头再启航》 2020-10-28
- 3 《*ST 湘电-半年报点评:公布湘电动力股权激励规划，Q3 预计扭亏，军品 H1 净利逆疫情+21.8%》 2020-08-30

图 1：19Q1-20Q3 公司年内累计研发费用及其占收入比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：19Q1-20Q3 公司单季度研发费用及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 2,805.27 | 2,364.33 | 2,201.34 | 1,741.23 | 2,273.01 | 营业收入 | 6,199.04 | 5,204.77 | 4,321.77 | 5,232.19 | 6,526.31 |
| 应收票据及应收账款 | 7,376.18 | 4,831.10 | 4,508.73 | 6,216.39 | 6,762.98 | 营业成本 | 5,713.09 | 4,841.11 | 3,472.14 | 3,882.83 | 4,828.19 |
| 预付账款 | 429.24 | 340.44 | 230.15 | 276.78 | 356.25 | 营业税金及附加 | 38.55 | 37.00 | 30.25 | 26.16 | 32.63 |
| 存货 | 2,609.10 | 2,402.29 | 1,359.20 | 2,458.49 | 2,677.37 | 营业费用 | 873.76 | 739.56 | 475.40 | 444.74 | 554.74 |
| 其他 | 801.33 | 1,050.55 | 1,140.10 | 1,167.94 | 1,176.57 | 管理费用 | 498.84 | 297.68 | 172.87 | 183.13 | 212.10 |
| 流动资产合计 | 14,021.12 | 10,988.71 | 9,439.51 | 11,860.83 | 13,246.18 | 研发费用 | 168.87 | 161.86 | 151.26 | 183.13 | 215.37 |
| 长期股权投资 | 37.15 | 16.68 | 10.99 | 7.84 | 5.73 | 财务费用 | 366.56 | 334.64 | 268.91 | 268.32 | 264.75 |
| 固定资产 | 1,918.83 | 2,136.83 | 2,066.94 | 1,965.60 | 1,845.43 | 资产减值损失 | 565.86 | (181.15) | 10.00 | 30.00 | 30.00 |
| 在建工程 | 709.70 | 169.38 | 109.15 | 73.62 | 54.90 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 13.98 | 13.01 | 14.15 |
| 无形资产 | 1,995.94 | 1,972.43 | 1,876.49 | 1,782.49 | 1,689.76 | 投资净收益 | 5.73 | 133.05 | 300.00 | 73.11 | 71.00 |
| 其他 | 1,709.12 | 1,750.98 | 1,663.69 | 1,675.57 | 1,696.75 | 其他 | (40.62) | 258.61 | (627.96) | (172.24) | (170.30) |
| 非流动资产合计 | 6,370.73 | 6,046.30 | 5,727.26 | 5,505.12 | 5,292.57 | 营业利润 | (1,991.60) | (1,417.59) | 54.93 | 300.01 | 473.67 |
| 资产总计 | 20,391.86 | 17,035.01 | 15,166.77 | 17,365.94 | 18,538.75 | 营业外收入 | 7.31 | 116.54 | 103.50 | 120.00 | 125.00 |
| 短期借款 | 5,356.00 | 5,200.86 | 5,147.00 | 5,079.58 | 4,997.57 | 营业外支出 | 52.42 | 269.28 | 96.10 | 10.00 | 35.00 |
| 应付票据及应付账款 | 6,774.64 | 5,483.10 | 4,037.71 | 5,539.72 | 6,222.03 | 利润总额 | (2,036.71) | (1,570.33) | 62.33 | 410.01 | 563.67 |
| 其他 | 1,883.68 | 2,436.85 | 1,912.15 | 2,256.65 | 2,258.86 | 所得税 | (47.85) | 11.48 | 1.46 | 9.64 | 13.25 |
| 流动负债合计 | 14,014.32 | 13,120.81 | 11,096.86 | 12,875.95 | 13,478.46 | 净利润 | (1,988.86) | (1,581.81) | 60.86 | 400.38 | 550.42 |
| 长期借款 | 790.75 | 110.89 | 131.25 | 144.19 | 153.98 | 少数股东损益 | (77.06) | (2.89) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | (1,911.80) | (1,578.92) | 60.86 | 400.38 | 550.42 |
| 其他 | 531.48 | 598.79 | 554.99 | 561.75 | 571.84 | 每股收益(元) | (2.02) | (1.67) | 0.06 | 0.42 | 0.58 |
| 非流动负债合计 | 1,322.23 | 709.67 | 686.24 | 705.94 | 725.82 | | | | | | |
| 负债合计 | 15,336.55 | 13,830.48 | 11,783.10 | 13,581.89 | 14,204.28 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 513.44 | 560.43 | 560.43 | 560.43 | 560.43 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 945.83 | 945.83 | 945.83 | 945.83 | 945.83 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 4,867.09 | 4,846.63 | 4,846.63 | 4,846.63 | 4,846.63 | 营业收入 | -36.13% | -16.04% | -16.97% | 21.07% | 24.73% |
| 留存收益 | 3,612.46 | 1,816.55 | 1,877.41 | 2,277.79 | 2,828.21 | 营业利润 | -4721.19% | -28.82% | -103.87% | 446.22% | 57.88% |
| 其他 | (4,883.51) | (4,964.92) | (4,846.63) | (4,846.63) | (4,846.63) | 归属于母公司净利润 | -2196.33% | -17.41% | -103.85% | 557.86% | 37.48% |
| 股东权益合计 | 5,055.31 | 3,204.52 | 3,383.68 | 3,784.05 | 4,334.48 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 20,391.86 | 17,035.01 | 15,166.77 | 17,365.94 | 18,538.75 | 毛利率 | 7.84% | 6.99% | 19.66% | 25.79% | 26.02% |
| | | | | | | 净利率 | -30.84% | -30.34% | 1.41% | 7.65% | 8.43% |
| | | | | | | ROE | -42.09% | -59.71% | 2.16% | 12.42% | 14.58% |
| | | | | | | ROIC | -18.71% | -15.22% | 6.87% | 11.48% | 12.66% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 75.21% | 81.19% | 77.69% | 78.21% | 76.62% |
| | | | | | | 净负债率 | 75.54% | 108.82% | 102.30% | 104.38% | 77.11% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.00 | 0.84 | 0.85 | 0.92 | 0.98 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.81 | 0.65 | 0.73 | 0.73 | 0.78 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 0.76 | 0.85 | 0.93 | 0.98 | 1.01 |
| | | | | | | 存货周转率 | 2.26 | 2.08 | 2.30 | 2.74 | 2.54 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.29 | 0.28 | 0.27 | 0.32 | 0.36 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | -2.02 | -1.67 | 0.06 | 0.42 | 0.58 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.03 | 0.22 | -0.09 | -0.27 | 0.89 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.80 | 2.80 | 2.98 | 3.41 | 3.99 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | -8.23 | -9.96 | 258.45 | 39.29 | 28.58 |
| | | | | | | 市净率 | 3.46 | 5.95 | 5.57 | 4.88 | 4.17 |
| | | | | | | EV/EBITDA | -5.84 | -55.91 | 31.57 | 22.38 | 17.77 |
| | | | | | | EV/EBIT | -5.05 | -21.99 | 54.78 | 32.03 | 23.78 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | (1,988.86) | (1,581.81) | 60.86 | 400.38 | 550.42 |
| 折旧摊销 | 201.55 | 240.50 | 238.13 | 244.84 | 249.50 |
| 财务费用 | 377.21 | 324.40 | 268.91 | 268.32 | 264.75 |
| 投资损失 | (5.73) | (133.07) | (300.00) | (73.11) | (71.00) |
| 营运资金变动 | 1,100.18 | 1,129.39 | (371.37) | (1,109.60) | (162.62) |
| 其它 | 339.65 | 229.51 | 13.98 | 13.01 | 14.15 |
| 经营活动现金流 | 24.00 | 208.92 | (89.49) | (256.16) | 845.21 |
| 资本支出 | 544.71 | (193.11) | 50.18 | 4.06 | 5.69 |
| 长期投资 | (4.27) | (20.47) | (5.69) | (3.15) | (2.11) |
| 其他 | (1,020.16) | 235.85 | 221.17 | 35.36 | 23.34 |
| 投资活动现金流 | (479.71) | 22.28 | 265.66 | 36.27 | 26.92 |
| 债权融资 | 6,624.11 | 5,851.45 | 5,662.91 | 5,691.01 | 5,615.42 |
| 股权融资 | (366.38) | (456.96) | (150.62) | (268.32) | (264.75) |
| 其他 | (6,257.49) | (6,204.36) | (5,851.45) | (5,662.91) | (5,691.01) |
| 筹资活动现金流 | 0.24 | (809.87) | (339.16) | (240.22) | (340.34) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (455.47) | (578.67) | (162.99) | (460.11) | 531.79 |

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 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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 |