

湘电股份 (600416)

证券研究报告

2021年04月13日

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

事件：公司发布 2021 年一季报，期内公司实现营业收入 11.65 亿元，同比+36.90%；实现归母净利润 3040.71 万元；实现扣非后归母净利润 2932.48 万元，同比实现扭亏为盈。

● **固定资产支撑规模起量，公司已处于边际成本下降阶段，毛利率或开启持续爬升**
我们认为，公司 2021Q1 业绩实现扭亏为盈，主要净利润贡献来自于特种行业电机、电控及电磁类装备相关业务，公司当前运营状况良好，企业正处于持续放量阶段，规模效应将逐步显现。资产负债端，公司期末固定资产 18.10 亿，我们认为，公司当前已完成设备、厂房等固定资产投入，目前处于固定资产相对较高的阶段，较高的固定成本对公司利润表影响较大，伴随军品业务的持续交付以及民品业务领域的逐步拓展，收入端放量+规模效应显现将驱动公司毛利率水平持续爬升。此外，公司期末长期借款+短期借款 34.38 亿元，较期初大幅下降 10.19 亿元，预计伴随指标的持续下降，公司财务费用将会大幅降低，驱动业绩实现有效释放。我们预计随着规模效应的显现及现金到账对负债率的持续下降，公司边际成本处于下降阶段，公司毛利率有望进入爬升拐点。

● **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。

● **电磁弹射/电推龙头摘星脱帽凤凰涅槃，回复函大额订单预示 2021 将显著放量**

3 月 31 日，公司发布《关于公司股票撤销退市风险警示暨停牌的公告》，公司符合《上海证券交易所股票上市规则》的相关规定，正式实现摘星脱帽。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，截至 20Q3 公司军工业务在手订单已达到 13.62 亿元。

我们认为，公司 2020 年业绩扭亏为盈并实现摘星脱帽，表明公司业务层面已实现主业聚焦，考虑到公司作为电磁/综合电力龙头的行业地位及军品在手大额订单，预计公司 21 年将进入高成长轨道，排产有望实现持续提升。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司 20 年顺利完成剥离，实现高质量资产聚焦，业绩扭亏为盈实现摘星脱帽。业务端，公司综合电推系统主业将长期受益于船舶动力体系改革进程，军品大额订单预示业务或进入显著放量阶段，电子/综合电力龙头预计将进入高成长轨道。维持此前盈利预测，2021-23 年预计实现营业收入 56.10/74.46/98.36 亿元，对应归母净利润 4.02/5.75/8.02 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.50/0.69 元，PE 为 52.67/36.81/26.39x，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	5,610.11	7,446.29	9,836.49
增长率(%)	(16.04)	(9.77)	19.45	32.73	32.10
EBITDA(百万元)	(155.88)	744.13	835.30	979.67	1,209.80
净利润(百万元)	(1,578.92)	75.26	401.92	575.08	802.35
增长率(%)	(17.41)	(104.77)	434.04	43.08	39.52
EPS(元/股)	(1.37)	0.07	0.35	0.50	0.69
市盈率(P/E)	(13.41)	281.29	52.67	36.81	26.39
市净率(P/B)	8.01	7.73	6.17	5.28	4.40
市销率(P/S)	4.07	4.51	3.77	2.84	2.15
EV/EBITDA	(55.91)	30.97	28.63	24.26	19.63

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	18.33 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)	945.83
A 股总市值(百万元)	21,170.27
流通 A 股市值(百万元)	17,337.14
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	65.36
一年内最高/最低(元)	23.60/8.76

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：贝格数据

相关报告

- 1 《*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
- 2 《*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
- 3 《*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

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	2,187.64	2,233.93	2,237.47
应收票据及应收账款	4,831.10	3,626.31	4,446.01	5,523.74	6,170.75
预付账款	340.44	236.18	365.12	445.48	625.20
存货	2,402.29	1,926.35	2,570.31	3,086.59	3,355.58
其他	1,050.55	1,435.04	1,412.59	1,825.51	1,495.35
流动资产合计	10,988.71	9,066.78	10,981.66	13,115.26	13,884.34
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	14,430.31	16,357.49	16,825.02
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	4,085.71	5,330.97	5,058.17
其他	2,436.85	1,107.94	1,733.39	1,867.33	1,831.42
流动负债合计	13,120.81	8,558.56	9,498.10	10,897.30	10,632.58
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	10,423.77	11,775.87	11,441.05
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	2,278.51	2,853.59	3,655.94
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	4,006.54	4,581.62	5,383.97
负债和股东权益总计	17,035.01	12,742.18	14,430.31	16,357.49	16,825.02

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(1,581.81)	105.04	401.92	575.08	802.35
折旧摊销	240.50	256.96	263.61	269.05	272.63
财务费用	324.40	266.93	213.05	165.69	200.11
投资损失	(133.07)	(350.18)	(317.00)	(276.00)	(231.00)
营运资金变动	1,129.39	1,442.16	(527.51)	(731.60)	(993.46)
其它	229.51	(1,637.38)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	208.92	83.52	34.08	2.22	50.62
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	425.25	249.51	168.44
投资活动现金流	22.28	880.22	310.62	265.18	215.22
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)	79.70	(165.69)	(200.11)
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)	0.05	(221.11)	(262.31)
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	344.74	46.30	3.54

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,204.77	4,696.46	5,610.11	7,446.29	9,836.49
营业成本	4,841.11	4,067.12	4,705.81	6,208.80	8,166.13
营业税金及附加	37.00	31.76	28.61	37.98	46.23
营业费用	739.56	220.36	224.97	271.79	315.75
管理费用	297.68	222.67	214.31	261.36	301.00
研发费用	161.86	174.29	174.47	225.62	296.08
财务费用	334.64	258.16	213.05	165.69	200.11
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	317.00	276.00	231.00
其他	258.61	(694.34)	(634.00)	(552.00)	(462.00)
营业利润	(1,417.59)	72.38	358.64	544.93	737.06
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	502.41	676.57	891.50
所得税	11.48	35.67	100.48	101.49	89.15
净利润	(1,581.81)	105.04	401.92	575.08	802.35
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	401.92	575.08	802.35
每股收益(元)	(1.37)	0.07	0.35	0.50	0.69

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-16.04%	-9.77%	19.45%	32.73%	32.10%
营业利润	-28.82%	-105.11%	395.47%	51.94%	35.26%
归属于母公司净利润	-17.41%	-104.77%	434.04%	43.08%	39.52%
获利能力					
毛利率	6.99%	13.40%	16.12%	16.62%	16.98%
净利率	-30.34%	1.60%	7.16%	7.72%	8.16%
ROE	-59.71%	2.75%	11.71%	14.35%	16.68%
ROIC	-15.22%	5.36%	7.70%	9.77%	12.78%
偿债能力					
资产负债率	81.19%	74.01%	72.24%	71.99%	68.00%
净负债率	108.82%	81.60%	56.86%	47.50%	39.20%
流动比率	0.84	1.06	1.16	1.20	1.31
速动比率	0.65	0.83	0.89	0.92	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	2.50	2.63	3.05
总资产周转率	0.28	0.32	0.41	0.48	0.59
每股指标(元)					
每股收益	-1.37	0.07	0.35	0.50	0.69
每股经营现金流	0.18	0.07	0.03	0.00	0.04
每股净资产	2.29	2.37	2.97	3.47	4.17
估值比率					
市盈率	-13.41	281.29	52.67	36.81	26.39
市净率	8.01	7.73	6.17	5.28	4.40
EV/EBITDA	-55.91	30.97	28.63	24.26	19.63
EV/EBIT	-21.99	47.30	41.84	33.44	25.33

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