

湘电股份 (600416) 2021 年报点评： 特种产品增长 125.91%，摘星脱帽重启征程

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 邮箱：zhangchao@avicsec.com

行业分类：国防军工

2022 年 4 月 9 日

- **事件：**4 月 8 日，公司发布 2021 年年报，报告期内，公司实现营业收入 40.26 亿元 (-14.28%)；归母净利润 0.79 亿元 (+5.60%)；扣非归母净利润为 0.15 亿元，去年同期为 -2.83 亿元。综合毛利率 19.15% (+5.75pcts)。

公司投资评级	买入
当前股价 (2022.4.8)	13.20
目标价格	17.00

基础数据 (2022.4.8)	
沪深 300	4230.77
总股本 (亿股)	11.55
流通 A 股 (亿股)	11.55
21 年资产负债率	64.17%
ROE (摊薄)	2.05%
PE (TTM)	192
PB (LF)	3.92



- **投资要点：**
 - **摘星脱帽迎来业绩拐点，盈利能力稳步增长**
- 2021 年公司实现营业收入 40.26 亿元 (-14.28%)，主要是 2020 年 7 月 30 日后，湘电风能不再纳入公司合并报表，2021 年营业收入不含风电整机收入以及风力发电机销量有所减少所致。根据公司年报披露，2020 年公司风力发电系统项目营业收入 28.71 亿元，2021 年公司无风力发电系统项目营收，剔除风力发电系统业务，同口径相比增长 120.60%。归母净利润 0.79 亿元 (+5.60%)，扣非归母净利润为 0.15 亿元，增加 2.98 亿元，为 2018 年后首次为正。同时在报告期内，公司于 2021 年 4 月 1 日成功撤销退市风险警示，完成“摘星脱帽”。毛利率 19.15% (+5.75pcts)，创 2013 年以来新高；净利率 2.91% (+0.67pcts)，创 2011 年以来新高。

- **特种产品及备件营收增速较快，电机产品毛利率回升**
- 2021 年公司产品主要分类为机械行业，2021 年公司机械行业营业收入 39.47 亿元，为总营业收入的 98.06%，机械行业中主要业务可分为电机类、电控类与特种产品及备件类等三类产品，具体来看：

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

分产品	21年营业收入 (亿元)	营收增速	21年毛利率	毛利率同比
电机	25.93	-7.70%	18.84%	+1.59pcts
电控	1.53	+42.41%	13.25%	-3.97pcts
特种产品及备件	12.02	+125.91%	19.70%	-5.19pcts

1. 电机业务 2021 年实现营业收入 25.93 亿元 (-7.70%)，营收占比 64.42%，收入小幅下降，主要为风电电机销量有所减少。但电机类产品毛利率回升，2021 年为 18.84% (+1.59pcts)。
2. 电控产品收入 1.53 亿元 (+42.21%) 上升明显，毛利率 13.25% (-3.97pcts)
3. 特种产品及备件 2021 年实现营业收入 12.02 亿元 (+125.91%) 大幅上升，毛利率 19.7% (-5.19pcts) 大幅下降但仍为公司主营三类产品中最高。

2021 年公司费用情况变动较大，其中销售费用 1.08 亿元 (-50.90%)，大幅下降，主要是公司于 2020 年处置湘电风能股权，2021 年销售费用不再包括风能公司数据；管理费用 2.10 亿元 (-5.91%)，略有减少同样因为 2021 年管理费用不再包括风能公司数据；财务费用 1.48 亿元 (-42.58%)，大幅下降，主要是本期降低贷款规模、下调贷款利率节约财务费用所致。

现金流方面，公司现金及现金等价物净增加额 -2.01 亿元，较 2020 年减少 3.51 亿元，其中经营活动产生的现金流量净额 -0.85 亿元，2020 年同期为 0.84 亿元，大幅下降，主要是定增收到现金，减少银行承兑汇票贴现，所以经营活动现金流入减少；投资活动产生的现金流量净额 -0.86 亿元，2020 年同期为 8.80 亿元，大幅下降，主要是子公司购买了理财产品增加了投资活动流出；筹资活动产生的现金流量净额 -0.29 亿元 (+96.40%)，主要是归还银行借款所致。

● 特种产品及备件有望成为公司下一阶段最大增长点

电磁能产品是公司“三电”（电磁能+电机+电控）主业之一，也是公司以军工产业发展作为走向高质量发展的突破口。公司主要聚焦海军新型装备建设需求，在海军工程大学创新团队的技术引领下形成了综合电力、电磁发射两大核心技术，并处于世界领先地位。公司是我国舰船综合电力推进系统、特种发射系统唯一承制单位，相关技术荣获国家科技进步特等奖，产品技术与制造能力在国内外处于领先地位，多项研制产品填补国内空白，具备独一无二的优势，**相关产品市场占有率达到 100%**。

公司特种发射和船舶综合电力系统已进入批量订货阶段，结合公司特种发射系统与舰船综合电力推进系统唯一承制单位的背景，**放量后有望成为公司下一阶段最大增长点**。从特种发射来看，公司于 2022 年 1 月 25 日公布定增预案，拟募集 30 亿元进行车载特种产品，轨道交通等领域的产业化建设，收购湘电动力少数股权及补充流动资金，具体如下表所示：

序号	项目	投资总额 (亿元)	募集资金拟投资额 (亿元)
1	车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设	12.00	9.60
2	轨道交通高效牵引系统及节能装备系列化研制和产业化建设	3.91	2.80
3	收购湘电动力 29.98% 股权	8.62	8.62
4	补充流动资金	8.98	8.98
	合计	33.51	30.00

其中投资总额最多的项目为车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设，公司已为下一阶段特种产品及备件产业的研制、生产布局。同时，公司年报披露公司与知名院士团队合作，新培育孵化的车载特种某装备系统正逐步向系列化和产业化转化。特种发射相关产品也是公司融合一体的军民共同建设、优势互补、快速发展的模式的应用，公司正在开展民用卫星发射技术和产品研发。

从船舶综合电力系统来看，公司正加快推进船舶综合电力系统产业化发展，报告期内公司民船综合电力系统获得东莞自卸砂船综合电推项目，在国内砂船行业树立了标杆效应。公司年报口径披露公司主要聚焦海军新型装备建设需求，主要为我国未来主战舰艇提供高性能的电气动力装备；如果后续公司综合电力系统可以供应于我国未来主战舰艇，有望对公司产品未来的市场空间与盈利能力整体带来提升。

● “双碳”战略有望推动公司电机、电控产品发展

公司积极践行“双碳”策略，在公司电机产业已经成为中国电机行业产品配套能力最强的企业之一的背景下，抓住“双碳”政策的新发展机遇，提升电机能效等级提升至世界先进水平，力争构建抢抓机遇的高端产业体系。从电机产品来看，公司背靠“双碳”政策的高效节能电机业务增长明显，2021年市场订货继续保持两位数增长，年订货同比增长40%，重点产品及成套业务订单翻倍。同时公司积极推动相关节能产品产业化发展，未来重点开发飞轮储能电机、余热发电系统等节能产品，目前已与知名院士及其团队合作完成315千瓦ORC系统样机制造。风力发电机方面，公司拥有海上风力发电技术与检测国家重点实验室、国家能源风力发电机研发实验中心等两个风力发电相关国家级创新平台；公司也是国内最先自主研发大型风电装备研制企业，拥有领先的永磁直驱风力发电机组技术。公司在6兆瓦及以下直驱、半直驱、双馈风力发电机以及风电变频器、风电辅机等配套市场推广上位于行业前列，未来在存量风场改造、大型风场建设、海上风场建设等领域将面对广阔配套市场。

从电控产品来看，公司在机电一体系统替代方面已开发出矿用浮选机、球磨机、摇床直驱系统产品，并已实现小批生产，经运行验证，节电率同比传统产品高达50%；公司正推进全国零碳矿山、绿色矿山建设，并将进一步将机电一体系统替代装备推广到工业传动、交通运输等领域，具有广阔市场前景。储能等

应用微网系统方面，公司自主研发生产的首套大功率智能微网储能系统于2021年12月成功下线并交付使用，同时公司正在积极探索工程总承包、建设运营-出售、与电力及电网企业组建新公司等模式，市场空间广阔。

● **公司全面推进改革，完善企业治理、增加市场业绩**

公司在完成对亏损子公司湘电风能的剥离后，全面推进改革行动，抢抓三大机遇（国防现代化、“双碳”目标、重大民生工程），实施“三新”（智造+服务+成套）业务模式；实施《员工绩效管理办法》，健全员工末等调整机制，探索核心团队中长期奖励，全面激发员工积极性。目前已初现成效，2021全年新拓展客户400余家，“三新”市场订货同比增长84%。

➤ **投资建议：**

①2021年公司实现营业收入40.26亿元(-14.28%)；归母净利润0.79亿元(+5.60%)；扣非归母净利润为0.15亿元。综合毛利率19.15%(+5.75pcts)。剔除风力发电系统业务，同口径营业收入相比增长120.60%，同时成功撤销退市风险警示，完成“摘星脱帽”。

②2021年公司特种产品及备件类产品为公司营业收入增速最快、毛利率最高的主营业务，且公司年报披露多类特种产品进入批量订货、安装调试阶段。未来特种产品及备件类业务有望成为公司下一阶段主要增长点。

③公司积极践行“双碳”策略，作为高效节能电机行业最早推广单位之一，产品已覆盖多个工业领域，累计已实现推广量行业第一。随着“双碳”战略的推动，公司电机、电控产品有望迎来新的发展空间。

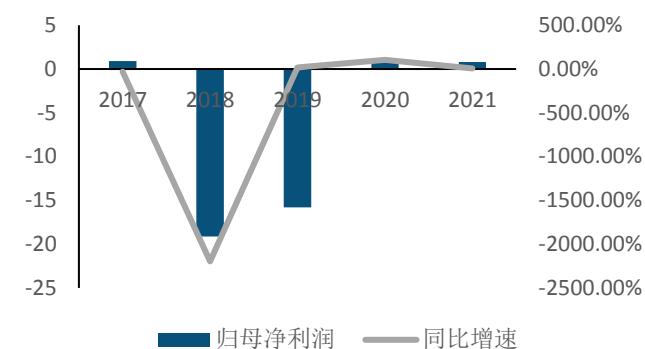
基于以上观点，我们预测公司2022-2024年的营业收入分别为56.18亿元、64.42亿元和70.47亿元，归母净利润2.01亿元、2.59亿元以及2.93亿元，EPS分别为0.17元、0.22元和0.25元。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价格17.00元，对应目标价2022-2024年135、105和92倍PE。

➤ **盈利预测：**

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40.26	56.18	64.42	70.47
增长率 (%)	-14.28%	39.56%	14.67%	9.39%
归属母公司股东净利润	0.79	2.01	2.59	2.93
增长率 (%)	5.60	152.34	29.02	13.28
每股收益 (EPS) (元)	0.07	0.17	0.22	0.25

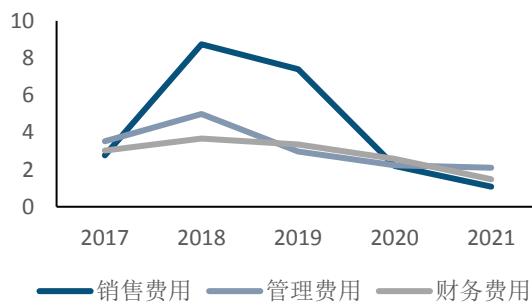
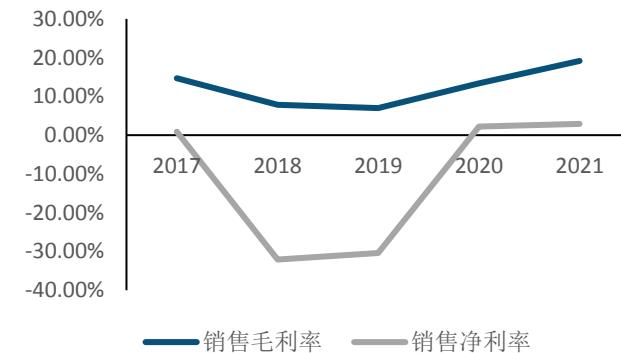
风险提示：产能建设推进不及预期；特种放量进度不及预期等。

公司近 5 年主要财务数据
图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况 (单位: 亿元, %)

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)


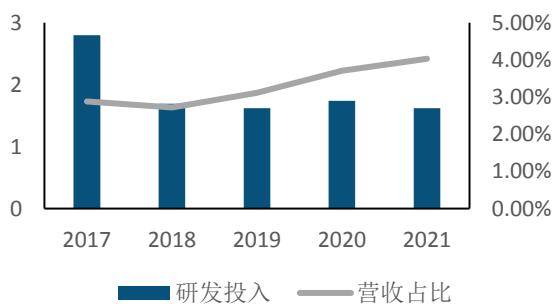
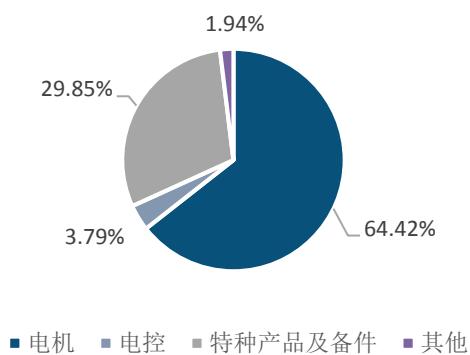
资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年费用情况 (单位: 亿元)

图 4: 公司近 5 年销售毛利率、净利率情况 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年研发投入及增速情况 (单位: 亿元, %)

图 6: 公司收入结构


资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 盈利预测表

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,025.57	5,618.09	6,442.26	7,047.19
减: 营业成本	3,254.82	4,536.61	5,220.16	5,718.09
税金及附加	40.11	44.64	51.18	55.99
主营业务利润	730.63	1,036.85	1,170.91	1,273.11
减: 销售费用	108.20	112.45	124.78	135.79
管理费用	209.51	293.36	336.39	367.98
研发费用	162.04	203.12	232.91	254.79
财务费用	148.23	119.32	71.10	51.28
经营性利润	102.66	308.60	405.72	463.27
加: 资产减值损失	4.24	-60.93	-69.86	-76.42
信用减值损失	-8.02	-12.36	-15.46	-16.21
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.78	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-1.58	1.21	1.21	1.21
其他收益	37.00	60.61	60.61	60.61
营业利润	147.06	297.14	382.22	432.46
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	11.65	11.65	11.65	11.65
减: 营业外支出	15.61	15.61	15.61	15.61
利润总额	143.10	293.18	378.26	428.50
减: 所得税	25.87	41.73	53.84	60.99
净利润	117.23	251.45	324.42	367.51
减: 少数股东损益	37.75	50.91	65.68	74.41
归属母公司股东净利润	79.47	200.54	258.74	293.11
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,215.73	561.81	644.23	704.72
交易性金融资产	204.78	204.78	204.78	204.78
应收票据	261.02	299.72	343.69	375.97
应收账款	4,927.27	5,823.45	6,677.75	7,304.80
预付款项	236.36	326.62	374.54	409.71
其他应收款	14.69	231.81	265.82	290.78
存货	2,180.64	2,479.77	2,853.41	3,125.58
其他流动资产	56.19	105.48	120.95	132.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	8.98	8.98	8.98	8.98
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2,012.49	1,719.36	1,421.80	1,119.81
无形资产和开发支出	1,566.74	1,305.61	1,044.49	783.37
其他非流动资产	57.75	57.75	57.75	57.75

资产总计	12,742.65	13,125.16	14,018.21	14,518.56
短期借款	3,135.42	1,229.92	872.74	330.14
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	1,242.96	1,914.89	2,203.42	2,413.59
应付账款	2,017.59	2,604.06	2,996.43	3,282.24
预收账款	0.00	599.56	687.52	752.07
合同负债	470.17	468.40	537.11	587.55
其他应付款	190.89	200.52	230.73	252.74
长期借款	566.61	566.61	566.61	566.61
其他负债	553.69	724.43	782.45	824.90
负债合计	8,177.32	8,308.39	8,877.01	9,009.84
股本	1,154.95	1,154.95	1,154.95	1,154.95
资本公积	5,702.69	5,702.69	5,702.69	5,702.69
留存收益	-2,972.68	-2,772.13	-2,513.39	-2,220.28
归属母公司股东权益	3,884.97	4,085.51	4,344.25	4,637.36
少数股东权益	680.36	731.26	796.95	871.35
股东权益合计	4,565.32	4,816.78	5,141.20	5,508.71
负债和股东权益合计	12,742.65	13,125.16	14,018.21	14,518.56
投入资本(IC)	7,240.43	6,399.55	6,366.79	6,191.70
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	-93.14	1,321.27	461.07	604.75
投资性现金净流量	-86.24	49.63	49.63	49.63
筹资性现金净流量	-29.28	-2,024.81	-428.28	-593.88

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。