

日期: 2009 年 1 月 12 日
行业: 电气设备制造行业



严浩军 牛品
021-53519888-1911
niupin_elec@yahoo.cn

在手订单充裕 成长空间可期

基本数据 (Y08Q3)

报告日股价 (元)	24.30
12mth A 股价格区间 (元)	12.60/24.68
总股本 (百万股)	143.19
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值 (百万元)	869.94
每股净资产 (元)	5.47
PBR (X)	4.44
DPS (Y07, 元)	无

主要股东 (Y08Q3)

孙毅	42.85%
浙江睿银创业投资有限公司	4.19%
彭建义	3.77%
浙江嘉银投资有限公司	2.79%

收入结构 (Y08Q2)

水电机组设备	100.00%
--------	---------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告: NP09-CI01

■ 报告目的:

近日与公司总经理助理进行了交流,主要咨询了浙江富春江水电股份有限公司近期的生产经营情况、募集资金项目建设进程以及未来发展前景等问题。

■ 主要观点:

公司订单饱满,毛利率有望上升

2008 年公司新增订单 9 亿元左右,期末在手订单 20 亿元左右,同比增长 11.7%。目前公司产能饱满,募集资金项目将在 09 年第四季度投产,届时公司产能瓶颈将得以解决。由于钢材等原材料价格大幅下降,我们预计 08 年公司产品毛利率将有所上升。

大中型水电机组需求旺盛,公司成长性值得期待

根据《可再生能源中长期规划》,2015 年前水电设备行业仍然维持高景气度,大中型水电机组需求尤为旺盛。公司已具备 40 万千瓦大中型混流式机组的设计制造能力。我们认为,一旦获得项目履历,公司订单将呈现爆发式增长。

抽水蓄能机组前景广阔,公司技术支持有力

随着大规模大容量火电机组和核电机组的投产,新增大量的抽水蓄能机组成为必然趋势。由于技术原因,目前抽水蓄能机组上不能完全国产化,而公司技术合作方是全球最好的抽水蓄能设计厂商之一,我们认为公司未来有能力承接抽水蓄能机组的制造。

■ 投资建议:

公司估值相对合理,暂时给予公司“大市同步”评级,六个月内目标价格为 26.25 元/股。若公司获得五大发电集团的大中型混流式水电设备订单或者大容量抽水蓄能订单,我们将立即上调公司评级与目标价格。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	277.46	482.23	784.84	1095.16
年增长率 (%)	181.74	73.80	62.75	39.54
归属于母公司的净利润	25.38	80.73	105.84	150.12
年增长率 (%)	265.71	218.12	31.10	41.84
每股收益 (元)	0.18	0.56	0.75	1.05
PER (X)	135.00	43.39	32.84	23.14

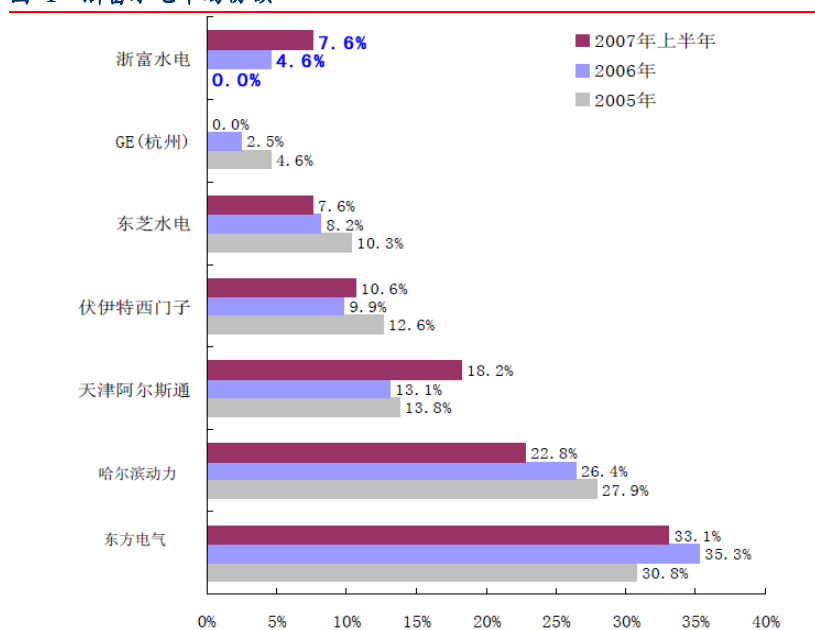
注:有关指标按最新总股本为 143.19 百万股计算

一、订单充裕

1、市场份额快速上升

浙富股份是我国大中型水电设备制造厂商之一，公司生产的轴流式机组在国内市场占有绝对优势，目前公司已具有 40 万千瓦混流机组的制造能力。

图 1 浙富水电市场份额



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2、在手订单充裕

2008 年公司新增订单 9 亿元左右，期末在手订单约 20 亿元，比去年同期增长 11.70%，订单增长低于预期的主要原因是受四川地震影响，新规划的水电站设计要求有所变化，一些本计划在下半年招标的水电站也因此而推迟至 2009 年招标。

公司在轴流式机组制造方面具有绝对优势，我们认为，在小容量水电机组市场上公司的份额将越来越大。由于缺少项目履历，公司目前承接的大中型混流式订单并不多。但我们认为公司设备先进、技术合作方实力雄厚，完全有能力承接大中型混流式机组的设计制造工作。一旦获得项目履历，订单将呈现爆发式增长。

3、毛利率有望提升

水轮发电机组生产所需的原材料主要为钢材、铜材、铸锻件、水轮机辅机、发电机配套设备等。钢材是产品制造中使用的主要基础原

材料，占水轮发电机组总生产成本的 40%左右。公司主要使用的钢材是中厚板、不锈钢和硅钢。

水轮发电机组的合同周期一般为 18 个月，公司所签订的合同大多为闭口合同。最近一季度钢材价格出现大幅度回落，我们认为短期内公司的毛利率将呈现一定幅度的上升。

二、市场前景

1、大中型水电平稳发展

根据《可再生能源“十一五”规划》及《可再生能源中长期规划》，到 2010 年，全国水电装机容量达到 1.9 亿千瓦，其中大中型水电 1.4 亿千瓦，小水电 5000 万千瓦；到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦，其中大中型水电 2.25 亿千瓦，小水电 7500 万千瓦。

表 1 我国水电在建设规划

	2000 年	2005 年	2010 年	2015 年	2020 年
常规水电总装机容量	7382	11430	19400	27100	32800
其中：新增容量		4048	7970	7700	5700
增长速度		58.54%	69.73%	39.69%	21.03%
大中型水电总装机容量	4532	7636	14400	20850	25300
其中：新增容量		3104	6764	6450	4450
增长速度		68.49%	88.58%	44.79%	21.34%
小型水电总装机容量	2850	3794	5000	6250	7500
其中：新增容量		944	1206	1250	1250
增长速度		33.12%	31.79%	25.00%	20.00%

资料来源：中国水电工程顾问集团公司 上海证券研究所

2、潮汐能发展较快但容量偏小

潮汐能是利用潮水涨落产生的水位差所具有势能来发电的。除发电外，潮汐电站还有可观的库区综合利用效益，如围垦土地种植和围塘、滩涂、水面水产养殖等。

截至 2005 年全世界潮汐发电总装机容量约 30 万千瓦，据海洋学家计算，世界上潮汐能发电的资源量在 10 亿千瓦以上。我国潮汐能的理论蕴藏量达到 1.1 亿千瓦，可开发的潮汐能装机容量为 2157 万千瓦，目前在运行潮汐发电总装机容量约 0.6 万千瓦。根据《可再生能源中长期规划》，我国计划到 2020 年建成潮汐电站 10 万千瓦。

3、抽水蓄能发展空间广阔

抽水蓄能电站是具有调峰、填谷、调频、调相和事故备用等多种作用的特殊电源，有运行灵活和反应快捷的特点，对确保电力系统安

全，稳定和经济运行具有重要作用。根据《可再生能源“十一五”规划》及《可再生能源中长期规划》，我国计划在“十一五”新增抽水蓄能电站 1300 万千瓦，总装机容量达到 2000 万千瓦。

近年来，新投产机组主要是大容量火电机组和核电机组，加强了调峰要求。抽水蓄能机组具有调峰、填谷双重作用，运行灵活、反应快捷、经济性良好，我们预计抽水蓄能机组的发展将超过国家规划。从发达国家运行经验来看，抽水蓄能装机容量一般要占到总装机容量的 8%—10%，我们预计 2020 年抽水蓄能机组装机容量可达 1 亿千瓦以上。

表 2 抽水蓄能机组快速发展

电网	2005 年	新增			累计		
	底已建	十一五	十二五	十三五	2010 年	2015 年	2020 年
国家电网	402.1	1027.5	1337.5	1225.0	1429.6	2767.1	3992.1
					255.5%	93.5%	44.3%
南方电网	180	180	240	410	360	600	1010
					100.0%	66.7%	68.3%
全国合计	582.1	1207.5	1577.5	1635	1789.6	3367.1	5002.1
					207.4%	88.2%	48.6%

资料来源：中国水电工程顾问集团公司 上海证券研究所

三、公司优势

1、合作方技术实力雄厚

大中型水轮机组制造对技术实力要求很高，公司除壮大自身的研究团对外，还分别与俄罗斯动力机械股份公司和挪威 Rainpower 公司签署了为期十年的《全面战略合作协议》。协议中规定，公司为对方参与国内水电项目的排他性战略伙伴；若公司承接国内项目有需要时，则对方需提供必要的技术支持。

抽水蓄能机组需要完成抽水 and 发电两项任务，工况转换频繁，在水力设计、结构设计、部件制造、质量控制和调试等方面比常规水电机组复杂，我国尚不具备独立设计和制造大型抽水蓄能主机的能力，国家正通过“以市场换技术”的方式积极消化吸收 30 万千瓦以上抽水蓄能机组研发技术。

Rainpower 公司在大容量混流式机组及抽水蓄能机组等的研发上具有世界领先优势，我们认为，公司在抽水蓄能机组制造上具有强有力的技术支持力度，未来有能力在抽水蓄能机组制造市场上获得一定的市场份额。

2、募投项目四季度可部分投产

2008年8月，公司通过二级市场募集资金4.886亿元，用于大型混流式水轮发电机组及潮汐发电机组制造项目。目前公司募投项目正在紧张进行之中，预计2009年中期即可完成厂房土建工作，四季度即会有部分产能投入生产，2010年绝大部分产能将开始释放。项目全部达产后，公司将新增800MW的大中型水轮发电机组制造能力，公司生产制造能力达到2000MW，产能瓶颈问题将得以解决。

四、投资建议

我们预计08年、09年公司可实现营业收入7.85亿元和10.95亿元，同比增长62.75%、39.54%；实现归属于公司股东的净利润1.06亿元、1.50亿元，同比增长31.10%、41.84%；每股收益为0.74元、1.05元，动态市盈率为32.84倍、23.14倍。相对估值比较而言，目前浙富股份估值高于行业平均水平，公司目前的股价并不具有十足的吸引力，但我们认为公司未来的发展前景值得期待。

一方面，我国大中型水电设备需求旺盛，抽水蓄能机组未来发展空间较大，所处行业处于景气上升区道；另一方面，公司的技术合作方在抽水蓄能机组和大型混流式机组设计研发方面具有国际先进水平，而公司硬件设备先进，完全具备承接大中型混流机组和抽水蓄能机组设计制造的能力。

我们暂时给予浙富股份的投资评级为：**6个月内，大市同步；目标价为26.25元/股**。一旦公司获得五大发电集团大中型混流机组设备订单或者公司承接到大容量抽水蓄能机组设备订单，我们将上调公司评级和目标价格。

附表 1 浙富股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E
营业总收入	277.46	482.23	784.84	1095.16
营业成本	215.94	351.07	567.44	793.99
营业税金及附加	1.23	1.76	2.35	3.29
营业费用	11.52	10.29	3.14	4.38
管理费用	18.44	34.74	69.07	93.09
财务费用	1.12	4.20	1.73	3.29
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	2.27	12.87	18.45	19.49
营业外支出	0.52	1.09	1.06	1.17
利润总额	28.25	90.86	124.52	176.61
所得税费用	2.88	10.27	18.68	26.49
净利润	25.38	80.59	105.84	150.12
归属于母公司所有者的净利润	25.38	80.73	105.84	150.12
少数股东权益	0.00	-0.13	0.00	0.00
摊薄后每股收益 (元)	0.18	0.56	0.75	1.05

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所整理

附表 2 浙富股份相对估值比较 (2008-1-12)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	
浙富股份	002266.SZ	24.30	0.56	0.74	1.05	43.39	32.84	23.14	4.44
哈空调	600202.SH	11.49	0.96	0.89	1.05	11.97	12.91	10.94	4.40
金风科技	002202.SZ	29.20	1.40	0.89	1.28	20.86	32.81	22.81	9.57
海陆重工	002255.SZ	19.47	0.69	0.71	1.04	28.22	27.42	18.72	4.52
华光股份	600475.SH	9.12	0.67	0.57	0.65	13.61	16.00	14.03	2.46
东方电气	600875.SH	30.26	2.44	0.43	1.95	12.40	70.37	15.52	17.70
上海电气	601727.SH	6.33	0.24	0.24	0.24	26.38	26.38	26.38	3.98
行业平均水平						22.40	31.25	18.79	6.73

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 严浩军 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。