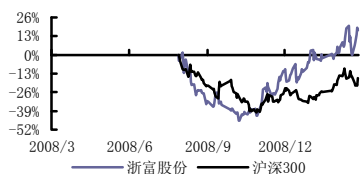


投资品 - 电气设备

2009 年 3 月 9 日

市场数据	2009 年 3 月 9 日
当前价格 (元)	25.90
52 周价格区间 (元)	12.60-25.90
总市值 (百万)	3709
流通市值 (百万)	927
总股本 (百万股)	143.19
流通股 (百万股)	35.80
日均成交额 (百万)	59.41
近一月换手 (%)	159.69%
第一大股东	孙毅
公司网址	http://www.zhefu.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
浙富股份	10.31%	23.33%	0.00%
沪深 300	-1.55%	5.13%	-52.34%

颜彪

0755-83199599ext8136
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告

提升实力分享行业景气

浙富股份 (002266) 2008 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	482.23	753.97	1055.56	1372.23	1715.29
净利润 (百万元)	80.73	120.11	170.87	222.85	276.76
每股收益 (元)	0.79	0.84	1.19	1.56	1.93
净利润增长率	2.18	0.49	0.42	0.30	0.24
市盈率	35.13	30.88	21.70	16.64	13.40
市净率	13.16	4.50	3.72	3.04	2.48
EV/EBITDA	43.77	24.83	17.19	12.10	9.20

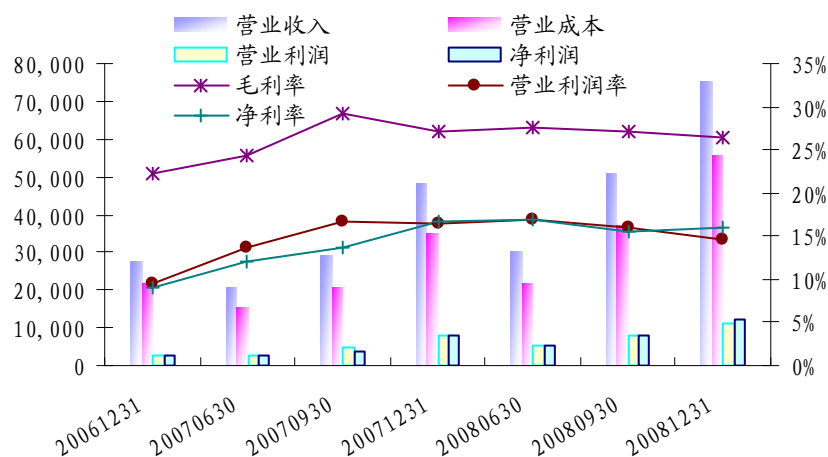
资料来源: 世纪证券研究所

- 公司 2008 年实现营业收入 7.54 亿元, 同比增长 56.35%; 实现营业利润 1.10 亿元, 同比增长 39.08%; 实现归属上市公司股东净利润 1.20 亿元, 同比增长 48.77%; 全面摊薄每股收益为 0.84 元, 全面摊薄净资产报酬率为 14.56%, 每股净资产为 5.76 元, 业绩增长略超预期。
- 国内水电设备市场依旧景气。2008 年底, 我国水电累计装机容量为 1.72 亿千瓦, 同比增长 15.68%。到 2020 年, 全国水电装机容量达 3 亿千瓦, 其中大中型水电装机容量 2.25 亿千瓦; 未来 15 年我国将建设 3000-4000 万千瓦的抽水蓄能水电站, 抽水蓄能机组投资约为 600-800 亿元, 为公司发展提供巨大空间。
- 公司不断开拓国内外市场。与东芝水电、安德里茨联合竞标, 到独立竞标乌江银盘 150MW 轴流式机组和大渡河深溪沟 165MW 轴流机组, 显示公司创新实力的提升。08 年更是签订了毛尔盖、班多、土耳其等项目, 合同金额达 8.3 亿元。09 年初公司顺利中标越南凯博电站 2*50MW 轴流机组项目, 成功拓展了海外市场。
- 2008 年公司毛利率为 26.37%, 与 2007 年相比降低 0.83 个百分点, 随着上游原材料价格大幅回落, 公司产品成本有进一步降低的空间, 毛利率有望提高。
- 公司在 2008 年 10 月份被认定为高新技术企业, 享受所得税 15% 的税收优惠, 认定有效期为 3 年, 2009-2011 年将持续享受税收优惠带来业绩的提升, 有望增厚 EPS0.7 元。
- 我们预计公司 2009-2011 年净利润分别为 1.71 亿元、2.23 亿元和 2.77 亿元, 每股收益分别为 1.19 元、1.56 元和 1.93 元。考虑到公司可预期的成长性和水电设备的景气周期, 给予浙富股份 (002266) “增持” 评级。

业绩略超预期增长

公司 2008 年实现营业收入 7.54 亿元, 同比增长 56.35%; 实现营业利润 1.10 亿元, 同比增长 39.08%; 实现归属上市公司股东净利润 1.20 亿元, 同比增长 48.77%; 全面摊薄每股收益为 0.84 元, 全面摊薄净资产报酬率为 14.56%, 每股净资产为 5.76 元。略高于我们在《2009 年电力设备行业策略报告》中预测的每股收益 0.80 元。

Figure 1 公司近年相关财务数据



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

技术实力不断提升, 分享行业景气

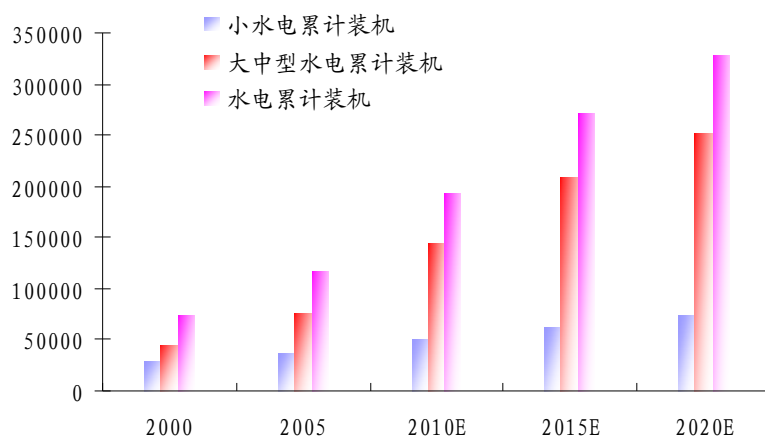
国内水电设备市场依旧景气

2008 年底, 我国水电累计装机容量为 1.72 亿千瓦, 同比增长 15.68% 高于火电装机 8.15% 的增幅。在国家节能减排和大力发展可再生能源政策要求下, 到 2010 年全国水电装机容量达 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 3 亿千瓦, 其中大中型水电装机容量 2.25 亿千瓦, 小水电 7500 万千瓦。

未来 15 年我国将建设 3000-4000 万千瓦的抽水蓄能水电站, 抽水蓄能机组投资约为 600-800 亿元。受到抽水蓄能设备全部国产化率要求, 为国内相关设备制造商带来巨大成长空间。

预计 2009 年电力投资规模在 5800 亿元左右。在这之中, 改善能源消费结构, 积极发展水电等可再生能源与新能源, 不断提高清洁能源在中国一次能源消费中的比重, 是下一步发展的方向。

Figure 2 我国电力装机容量规划



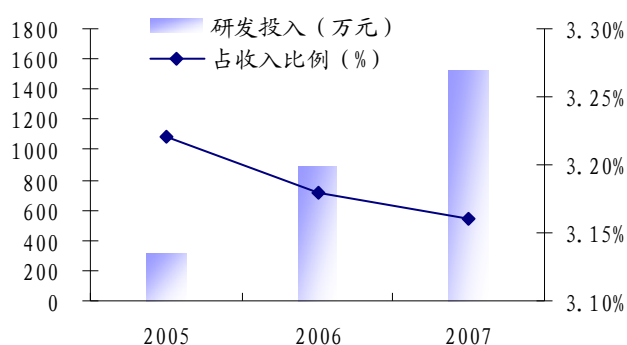
数据来源：世纪证券研究所

公司技术实力不断提升

公司自 2005 年先后通过与挪威 Rainpower、俄罗斯动力等国际先进水电设备制造商合作，不断提升技术实力，进入大中型水电设备领域。公司目前生产单产容量 50MW 以上或水轮机直径大于 4m 的大中型水轮发电机组，是国内最大的民营水电设备制造商。

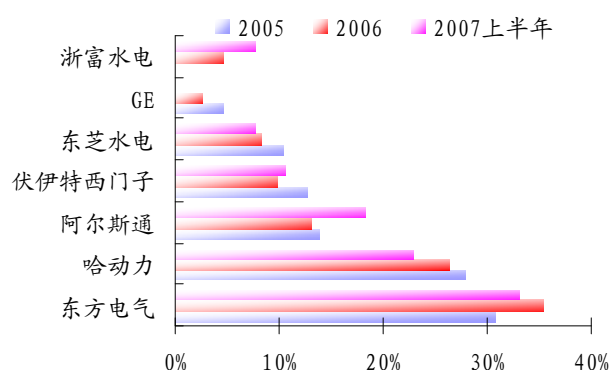
公司非常重视研发实力的提升。2005-2007 年研发投入分别为 316 万元、883 万元和 1524 万元，分别占营业收入的 3.22%、3.18%和 3.16%。通过排他性技术合作以及自身研发实力的提升，公司在水电设备市场成长迅速，市场占有率从 2006 年的 4.6%上升到 2007 年上半年的 7.6%，2008 年市场份额超过 10%。

Figure 3 公司历年研发投入及比例



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 水电设备市场份额



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

市场拓展不断加速

市场对公司技术的认可程度不断加深。从 04 年与东芝水电联合竞标湖南筱溪电站 3 台 40MW 轴流机组项目、05 年与奥地利安德里茨联合竞标贵州挂治电站 3 台 50MW 轴流机组项目，到 07 年独立竞标乌江银盘

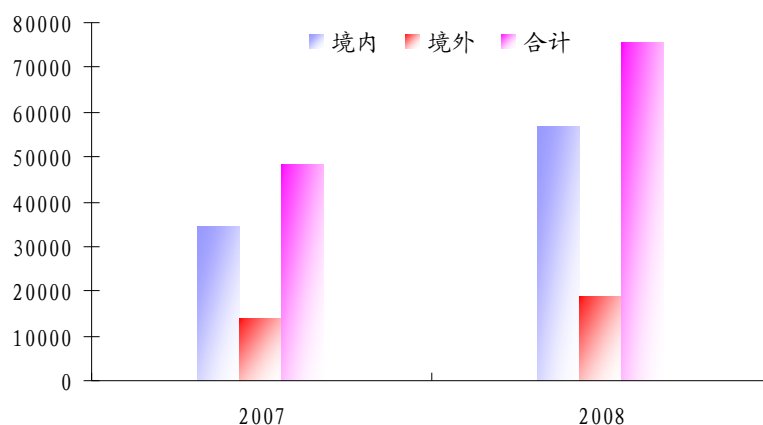
4 台 150MW 轴流式机组和大渡河深溪沟 4 台 165MW 轴流机组，显示公司创新实力的提升。08 年更是签订了毛尔盖、班多等项目，合同金额达 8.3 亿元。09 年初公司顺利中标越南凯博电站 2*50MW 轴流机组项目，成功拓展了海外市场。

Figure 5 公司 08 年以来新接定单情况

项目名称	容量 (MW)	机型	合同金额 (万元)
四川毛尔盖	3*150	轴流式	6581
青海班多	3*120	轴流式	17924
湖北潘口	2*250	混流式	29800
土耳其FEKE II	2*35	混流式	10000
苍溪航电	3*22	贯流式	18550
越南博凯	2*50	轴流式	12304

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 6 公司定单结构 (单位: 万元)



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

根据对国内水电市场和公司的市场份额增长情况，我们预测公司 2009-2011 年营业收入增速为 40%、30%和 25%。

毛利率有望继续提高

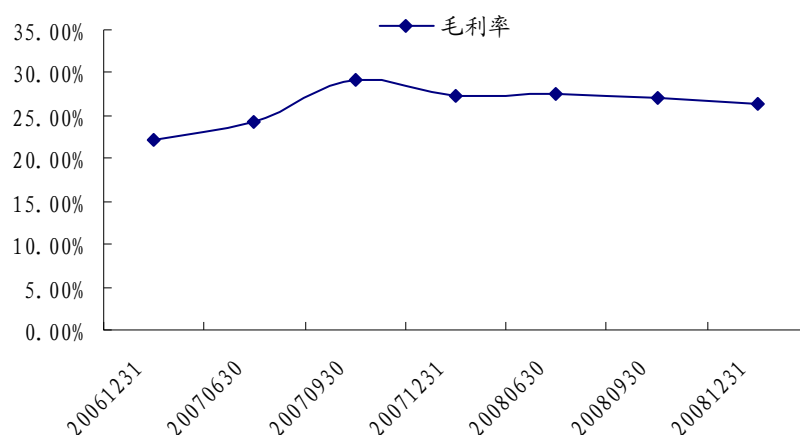
2008 年公司毛利率为 26.37%，与 2007 年相比降低 0.83 个百分点，主要原因是 2008 年 10 月份前钢材等原材料高位运行，导致产品成本增加，毛利率降低。

钢材是产品制造中使用的主要基础原材料，占水轮发电机组整体成本的 40%左右，钢材价格的波动对本公司成本有较大影响。在其他成本不变的情况下，钢材价格每上涨 1%，本公司水轮发电机组制造总成本将增加 0.4%。

在 07-08 年原材料价格高位运行时，公司产品毛利率能维持在 27%左右的水平，显示出公司良好的成本控制能力；随着上游原材料价格大

幅回落，公司产品成本有进一步降低的空间，毛利率有望提高。我们预计公司 2009-2011 年产品毛利率分别为 27%、26.8%和 26.5%。

Figure 7 公司毛利率变化趋势



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

所得税优惠增厚业绩

2008 年全年所得税 1088.95 万元，平均税率 8.31%，低于 08 年中期的 24.28%和 07 年的 11.30%；由所得税优惠导致 08 年净利润增加约 1000 万元。

公司在 2008 年 10 月份被认定为高新技术企业，享受所得税 15%的税收优惠，认定有效期为 3 年，2009-2011 年将持续享受税收优惠带来业绩的提升，有望增厚 EPS0.7 元。

募投项目解产能之虞

公司贯流式机组、轴流式机组和混流式机组实际运行分别为 26MW、165MW 和 140MW，制造能力分别为 40MW、200MW 和 400MW，不能很好满足积极“发展大水电”所面临的巨大市场。

公司 IPO 募集资金项目主要用于大型混流式发电机组和潮汐发电机组制造项目，总投资 53000 万元，预计 2009 年中期即可完成产房土建工作，2010 年上半年部分产能开始释放，2011 年达产。项目全部达产后，公司将新增 800MW 大中型水电发电机组，总产能达 2000MW。

盈利预测

综上所述，我们预计公司 2009-2011 年净利润分别为 1.71 亿元、2.23 亿元和 2.77 亿元，每股收益分别为 1.19 元、1.56 元和 1.93 元。考虑到公司可预期的成长性和水电设备的景气周期，给予浙富股份（002266）“增持”评级。

Figure 8 2009-2011 年公司盈利预测

项目(单位: 百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	753.97	1055.56	1372.23	1715.29
减: 营业成本	555.13	770.56	1004.47	1260.74
减: 营业税金及附加	4.67	5.28	6.86	8.58
减: 营业费用	7.20	21.11	20.58	22.30
减: 管理费用	67.01	89.72	109.78	128.65
减: 财务费用	2.21	-7.50	-0.77	4.73
减: 资产减值损失	7.24	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	-0.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	110.45	176.39	231.30	290.30
加: 营业外收入	22.21	12.00	14.00	15.00
减: 营业外支出	1.63	2.00	2.20	3.40
利润总额	131.03	186.39	243.10	301.90
减: 所得税	10.89	15.49	20.20	25.09
净利润	120.14	170.91	222.90	276.82
减: 少数股东损益	0.03	0.04	0.05	0.06
归属母公司净利润	120.11	170.87	222.85	276.76
总股本	143.19	143.19	143.19	143.19
EPS(摊薄)	0.84	1.19	1.56	1.93

数据来源: 世纪证券研究所

附表：三大财务报表预测

Figure 9 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1054	1612	1200	1682	营业收入	754	1056	1372	1715
现金	475	800	300	400	营业成本	555	771	1004	1261
应收账款	219	318	362	486	营业税金及附加	5	5	7	9
其它应收款	16	29	44	63	营业费用	7	21	21	22
预付账款	179	193	221	340	管理费用	67	90	110	129
存货	136	231	221	315	财务费用	2	-8	-1	5
其他	29	42	52	77	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	326	618	961	1296	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	213	510	847	1198	营业利润	110	176	231	290
无形资产	29	29	29	29	营业外收入	22	12	14	15
其他	73	68	74	58	营业外支出	2	2	2	3
资产总计	1380	2230	2161	2978	利润总额	131	186	243	302
流动负债	555	1234	943	1482	所得税	11	15	20	25
短期借款	0	506	83	431	净利润	120	171	223	277
应付账款	198	231	251	353	少数股东损益	0	0	0	0
其他	357	497	608	698	归属母公司净利润	120	171	223	277
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	130	187	266	350
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.19	1.56	1.93
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	555	1234	943	1482	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	143	143	143	143	营业收入	56.4%	40.0%	30.0%	25.0%
资本公积	504	504	504	504	营业利润	39.7%	59.7%	31.1%	25.5%
留存收益	178	349	571	848	归属于母公司净利润	48.8%	42.3%	30.4%	24.2%
归属母公司股东权益	825	996	1219	1495	获利能力				
负债和股东权益	1380	2230	2161	2978	毛利率	26.4%	27.0%	26.8%	26.5%
现金流量表					净利率	15.9%	16.2%	16.2%	16.1%
单位: 百万元					ROE	14.6%	17.2%	18.3%	18.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	33.4%	24.5%	23.3%	19.5%
经营活动现金流	2	121	302	147	偿债能力				
净利润	120	171	223	277	资产负债率	40.2%	55.3%	43.6%	49.8%
折旧摊销	17	19	36	55	净负债比率	0.00%	40.99%	8.82%	29.09%
财务费用	2	-8	-1	5	流动比率	1.90	1.31	1.27	1.13
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.65	1.12	1.04	0.92
营运资金变动	-143	-68	40	-198	营运能力				
其它	6	7	4	8	总资产周转率	0.71	0.58	0.62	0.67
投资活动现金流	-163	-310	-380	-390	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	164	310	380	390	应付账款周转率	4.07	3.59	4.17	4.17
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	1	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.19	1.56	1.93
筹资活动现金流	455	513	-422	343	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.01	0.85	2.11	1.02
短期借款	-45	506	-423	348	每股净资产 (最新摊薄)	5.76	6.95	8.51	10.44
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	36	0	0	0	P/E	30.88	21.70	16.64	13.40
资本公积增加	453	0	0	0	P/B	4.50	3.72	3.04	2.48
其他	11	8	1	-5	EV/EBITDA	25	17	12	9
现金净增加额	294	325	-500	100					

数据来源：世纪证券研究所

请参阅文后免责声明

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.