



CICC

中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009 年 4 月 3 日

首次覆盖：审慎推荐

小盘股(清洁能源)

中金公司研究部

分析员：曾令波 zenglb@cicc.com.cn

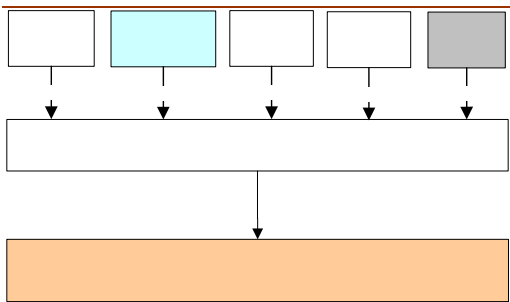
朱亚锋 zhuyf@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

浙富股份(002266/27.20 元)

民营水电设备商，在清洁能源领域成长空间广阔

图 1: 股权架构图



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

投资要点：

国内大中型水电设备商中唯一的民营企业，激励机制完善，学习能力强；在全球碳减排压力增大的背景下，市场还没有充分认识到公司在水电、潮汐发电、抽水蓄能、核电等清洁能源领域的成长潜力。

质地和背景：

行业背景：碳减排压力将推动清洁能源更快发展。本周美国众议院提出“2009 美国清洁能源与安全法案”草案，要求美国 2012 年温室气体排放量比 2005 年下降 3%，2020 年比 2005 年下降 20%，2030 下降 42%，2050 年下降 85%，此举意味着美国加入全球碳减排的队伍，对中国乃至全球的碳减排都带来了压力。短期内如果该法案得到通过，美国企业加入 CDM 购买的行列，CDM 价格上涨将提高中国企业发展小水电、风电、太阳能、潮汐能等清洁能源的热情；长远来看中国承担碳减排义务的压力将加大，中国清洁能源的发展将进一步提速。

快速成长的民营大中型水电设备商，激励到位，学习能力、市场开拓能力及成本控制能力突出。公司主营水轮发电机组生产和安装，机制灵活且激励到位（直接持股+拟实施的股权激励计划），过去 3 年，公司通过技术引进和消化实现了产品结构由小水电机组向大中型水电机组的顺利过渡和市场开拓，收入取得了 65% 的复合增速，而出色的成本控制能力则使得公司同期净利润取得了 118% 的复合增速。公司水电机组的主要竞争对手是两大国企龙头（东电、哈动力）和三家外资企业（阿尔斯通、西门子和东芝），**浙富股份**是唯一的民营龙头，目前公司正积极的向抽水蓄能、潮汐发电、核电等领域进行拓展。

水电装机市场：亚洲市场仍有显著发展空间，而竞争呈现垄断竞争格局。作为清洁能源之一，传统大中型水电在中国及东南亚地区仍有显著发展空间，如我国目前水电资源开发程度还不到 30%，规划到 2020 年达到 60%，远低于欧美国家 70% 以上的水平（2005 年美国达到 82%，日本达到 84%），我国目前正在大力建设十三大水电基地；潮汐发电站和抽水蓄能电站的建设更是处于发展初期阶段。按照我国《可再生能源中长期发展规划》，2015 年前我国年均水电新增装机容量约 1500 万千瓦，高于目前国内大中型水电机组约 1000 万千瓦/年的现有产能。竞争格局上，来自技术、资金、项目履历等壁垒使得这一市场呈现垄断竞争格局（表 1），07 年公司国内市场占有率约 10%。

成长性：

成长动力：（1）水电项目今明两年收入增长 35% 和 30%。08 年底公司已签订未履行合同额达 19 亿元，大部分订单预计在 2 年内完工，公司新接订单较 07 年大幅下滑）将在 09 年重新启动招标，将给公司 10 年之后的收入带来进一步的增长动力。（2）**抽水蓄能、潮汐发电和核电领域有望突破。**在国家能源政策引导下，国内抽水蓄能、潮汐发电领域面临极大发展机遇，尤其是随着前期勘测规划工作的完成，未来 2 年内有望步入实质性开发阶段；竞争层面上，我国现有抽水蓄能、潮汐发电机组大部分为进口（如阿尔斯通），在设备国产化的政策导向之下，公司与东电、哈动力同属国内领先供应商；核电方面，公司有望从外围设备上逐步介入。公司借助于对领先技术（排他性引进自挪威 Rainpower）的吸收消化、配套的专用产能建设（IPO 募集资金项目 830MW 产能，预计

表 1：水电装机市场呈垄断竞争格局

	2007年1-6月		2006年	
	销售收入 (亿元)	市场 份额	销售收入 (亿元)	市场 份额
东方电机	10.9	33.1%	21.5	35.3%
哈尔滨动力	7.5	22.8%	16.1	26.4%
天津阿尔斯通	6	18.2%	8	13.1%
伏伊特西门子	3.5	10.6%	6	9.9%
浙富水电	2.5	7.6%	2.8	4.6%
东芝水电	2.5	7.6%	5	8.2%
GE亚洲水电	0	0.0%	1.5	2.5%
合计	32.9	100.0%	60.9	100.0%

表 2：在手订单充足

08年底已签订未执行订单额(百万)	1,898
-08年签订但仍未执行额(百万)	771
-07年签订但仍未执行额(百万)	1,127

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 3：IPO 募资资金项目产能

产品名称	机组容量 (MW)	年产量 (台)	单价 (万元)	达产后年收 入(亿元)
混流式水轮发 电机组	140	5	14000	70000
潮汐发电机组	26	5	4000	20000
合计				90000

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 4：水电、抽水蓄能、潮汐发电装机市场展望

2010~2015年间，国内年均新增装机容量： MW	
传统水电	15,000
抽水蓄能发电	2,000
潮汐能发电	500

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 5：产品持续升级、成本转嫁及控制能力突出

	加权平均 综合吨价 (不含税)	+/- %	加权平均综 合吨成本 (不含税)	+/- %	毛利率
2005	3.92		3.15		19.6%
2006	4.35	11.0%	3.38	7.3%	22.3%
2007	5.04	15.9%	3.66	8.4%	27.3%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 5：08 年受地震影响订单和预收款下滑

百万	年底已签订未 执行订单额	预收款余 额	预收款占合 同金额比例
2006	997	253	25%
2007	1,881	396	21%
2008	1,898	297	16%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

09 年下半年建成投产)、及公司强大的市场拓展能力，今明两年有望取得突破，保守预计 2010 年可贡献 1.3 亿元的收入，但是后续成长空间较大。(3) **毛利率提升和费用率降低**。公司订单均为闭口合同，受益于 08 年以来钢价的较大跌幅，09 年毛利率有望提升(我们保守估计提升 0.4 个百分点)，新业务的毛利率将显著高于现有水电业务，也将推动综合毛利率提高；费用控制出色，管理费用率有望继续降低(已经考虑了 09~10 年分别增加股权激励成本 700 万、1200 万)。

■ **成长持续性：现有大中型水电机组是短期业绩增长点，抽水蓄能、潮汐发电和核电打开长期成长空间**。2015 年前，国内年均水电新增装机容量仍将维持在 1.5 万 MW 以上的水平，公司目前市场份额仅约 10%，基于显著的成本优势和持续提升的项目履历，未来市场份额还有较大提升空间。抽水蓄能、潮汐发电等新业务的长期成长性更乐观：1，行业前景乐观，从市场容量看，估计国内抽水蓄能、潮汐发电领域未来 10 年年均分别存在 2000MW、500MW 的装机市场容量。抽水蓄能方面，抽水蓄能是用来平滑用电峰谷的重要手段之一，未来将紧跟我国核电建设步伐，国家目前已规划未来 15 年建设 30,000~40,000MW 的抽水蓄能水电站，对应机组投资额高达 600~800 亿元，市场空间巨大；潮汐能方面，我国潮汐能具有可开发性极高(理论蕴藏量占全球 3.7%，但可开发量占全球约 40%)、地域分布集中(89%集中于浙江、福建两省)的特征，未来成本有望低至火电的 1/8，可开发容量高达 8800MW，具有显著的经济效益和生态效益(库区综合生态利用)，预计随着前期勘测规划工作的完成，未来 2 年即将进入快速发展期；2，公司 06 年中标成为目前全球在建的最大潮汐电站——韩国 SIHWA 潮汐电站机组供应商，彰显了公司突出的技术学习和市场开拓能力，也奠定了先发优势。

财务分析：

■ **公司产品持续升级，而成本转嫁及控制能力突出**。公司产品成本结构中，钢材成本占 40%，铜等其他原材料占 40%，在 05~07 年期间公司采购钢、铜单价分别上涨 51%、74%的背景下，公司单位吨产品成本仅累计上升了 16%(表 5)，此外，虽然公司 08 年毛利率因成本上升、降低库存而略有下降 0.8 个百分点，但从与同行的比较看，公司毛利率仍显著高出东电、哈动力等同行的水电设备业务达 10 个百分点，显示了极为突出的成本管理能力(如，出色的采购管理、优化产品设计、降低外协件比重)，同时，同期公司产品单价涨幅显著高于成本涨幅，并带动了公司毛利率由 05 年的 19.6%攀升至 07 年的 27.3%，也显示了公司产品升级趋势(由更多的合资中标转为单独中标，产品附加值的提升)。

■ **地震导致 08 年新接订单和预收款余额下降，09 年有望重回增长轨道**。预收款余额是公司产品景气程度较好的领先指标之一，公司 08 年底预收款余额同比下降了 1 亿元，主要原因在于 08 年 512 汶川大地震影响了大量订单的招标情况，由于这部分项目 09 年内均有望恢复招标，公司 09 年新接订单及预收款均有望恢复增长。

投资建议——首次给予审慎推荐评级

■ 预计公司 08~10 年 09、10 年每股收益分别为 1.09 元和 1.50 元，盈利复合增速为 35%，当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 25x 和 18x。在美国加大减排力度的情况下，中国面临着更大的减排压力，水电、潮汐发电、核电等清洁能源面临着更好的发展机遇，公司作为拥有体制优势的民营企业，中长期成长空间巨大；参考 A 股其他新能源股票的估值水平，按照 09 年 30X 市盈率给予 12 个月目标价 33 元，潜在上涨空间 21%，首次关注给予“审慎推荐”评级。

股价催化剂：

■ 1、公司在抽水蓄能、潮汐发电和核电领域获得订单突破；2、公司新接水电订单超出预期；3、美国承诺减排义务导致 CDM 价格上涨；4、中国政府为了推动减排而加快水电、潮汐发电、核电的发展规划或者出台其他鼓励清洁能源发展的政策措施。

风险因素：

■ 1、公司新业务迟迟不能获得订单突破；2、钢价上涨导致毛利率难以提升；3、大盘大幅下跌导致系统性估值水平下降。

附表：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

浙富股份 002266	损益表(人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	98	277	482	754	1,018	1,453
销售成本	-79	-216	-351	-555	-745	-1,057
营业费用	0	-12	-10	-7	-15	-29
管理费用	-9	-18	-35	-67	-83	-108
EBIT	10	30	84	120	168	251
EBITDA	12	37	95	137	192	288
财务费用	0	-1	-1	-2	-3	-6
投资收益	0	0	0	0	0	0
其他损益项	0	2	12	21	18	8
所得税	-2	-3	-10	-11	-27	-38
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于股东的净利润	7	25	81	120	156	215

浙富股份 002266	资产负债表(人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
现金	90	125	174	475	496	554
应收帐款	19	58	123	219	251	358
预付帐款	53	59	49	179	204	290
存货	10	22	125	136	184	261
其他流动资产	-0	-	-	-	-	-
流动资产	184	277	536	1,054	1,198	1,553
固定资产	37	122	186	284	611	675
长期投资	-	-	-	10	11	11
其他长期资产	-	-	-	-	-	-
长期资产	43	129	214	326	652	714
资产总额	227	406	750	1,380	1,850	2,267
短期借款	-	15	45	-	100	100
各项应付款	24	83	94	248	245	347
应交税费	4	4	-10	2	3	4
应付职工薪酬	1	1	0	6	8	11
其他流动负债	180	259	397	305	568	731
流动负债	208	361	525	555	916	1,183
长期借款	-	-	-	-	-	-
其他长期负债	-	-	-	-	-	-
长期负债	-	-	-	-	-	-
负债总额	208	361	525	555	916	1,183
少数股东权益	-	-	9	-	-	-
股本	12	12	107	143	143	143
公积金及未分配利润	7	32	109	682	791	941
股东权益	19	45	216	825	934	1,084
负债及股东权益	227	406	750	1,380	1,850	2,267

浙富股份 002266	现金流量表(人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净利润	7	25	81	120	156	215
折旧/摊销	2	7	11	17	24	37
运营资本变化	114	80	-76	-141	137	-30
其他项	5	-73	12	6	3	6
经营活动现金流	129	39	28	2	320	229
固定资产投资	-56	-54	-121	-164	-350	-100
其他投资活动	0	3	2	1	-	-
投资活动现金流	-56	-51	-119	-163	-350	-100
股权融资	2	-	100	504	-	-
借款变动	0	16	30	-47	100	-
其他融资活动	-0	-1	-1	-2	-50	-71
融资活动现金流	2	15	129	455	50	-71
现金(等价物)变化	75	3	38	294	21	58

历史股价表现	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	9%	6%	30%	77%	—	—
行业板块	资本货物		二级行业		电气设备	
第一大股东	孙毅		持股比率		43%	
总市值(百万元)	3,895		流通市值(百万)		974	
发行股数(百万股)	143		股票现价(元)		27.20	

成长性分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	n.a.	182%	74%	56%	35%	43%
销售毛利	n.a.	222%	115%	50%	37%	45%
EBITDA	n.a.	214%	159%	44%	40%	50%
EBIT	n.a.	211%	178%	42%	40%	49%
净利润	n.a.	266%	218%	49%	30%	38%

盈利能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
毛利率	19.0%	21.7%	26.8%	25.8%	26.2%	26.6%
营业费用率	0.5%	4.2%	2.1%	1.0%	1.5%	2.0%
管理费用率	8.7%	6.6%	7.2%	8.9%	8.2%	7.4%
EBITDA利润率	11.9%	13.3%	19.8%	18.2%	18.9%	19.8%
EBIT利润率	9.9%	10.9%	17.5%	15.9%	16.5%	17.2%
净利润率	7.0%	9.1%	16.7%	15.9%	15.3%	14.8%

偿债能力及杠杆分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
流动比率	0.89	0.77	1.02	1.90	1.31	1.31
速动比率	0.84	0.71	0.78	1.65	1.11	1.09
现金比率	40%	31%	23%	34%	27%	24%
资产负债率	91%	89%	70%	40%	50%	52%
债务/权益	1074%	806%	243%	67%	98%	109%
净债务/权益	467%	246%	60%	58%	42%	42%
利息覆盖倍数	n.m.	27	33	68	62	64

杜邦分析%	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净资产收益率	35.8%	56.7%	37.4%	14.6%	16.7%	19.8%
= 总资产收益率	3.1%	6.3%	10.8%	8.7%	8.4%	9.5%
× 总资产/净资产	11.74	9.06	3.47	1.67	1.98	2.09
= 销售净利润率	7%	9%	17%	16%	15%	15%
× 资产周转率	0.43	0.68	0.64	0.55	0.55	0.64
× 总资产/净资产	11.74	9.06	3.47	1.67	1.98	2.09

回报率分析%	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
投入资本回报率	35.8%	56.7%	35.8%	14.6%	16.7%	19.8%
资本回报率	35.8%	56.7%	37.4%	14.6%	16.7%	19.8%
平均资本回报	35.8%	79.2%	61.9%	23.1%	17.7%	21.3%

每股指标分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.05	0.18	0.56	0.84	1.09	1.50
每股经营性现金	0.90	0.27	0.19	0.01	2.24	1.60
每股股息	-	-	-	0.23	0.33	0.45
每股净资产	0.14	0.31	1.51	5.76	6.52	7.57

估值分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E			
市盈率	561	153	48	32	25	18			
市净率	201.1	87.1	18.0	4.7	4.2	3.6			
股价/每股经营现金	30	100	140	1967	12	17			
红利收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%	1.7%			
DCF估值(RMB)	33.3	预期收益率 21.3%							
目标股价(RMB)	33.0								
目标市盈率							39	30	22
目标市净率							5.7	5.1	4.4

资料来源：公司资料，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。