

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

浙富股份 (002266)

推荐 (首次)

具备大公司潜质的中小板企业

2009 年 04 月 10 日

现价 29.20 元

何本虎 电力设备行业高级研究员

86-755-22622283

hebh@pasc.com.cn

独到见解

- 1、对比公司的技术进步进程，我们认为，公司具有向大公司靠近的潜力。
- 2、结合定单的价格特点，决定公司的产品单价仍有提升空间。

投资要点

- 1、在2000年到2020年的20年时间里，投产装机超过2.2亿千瓦，占开发量的近70%。其中，2010年前后达到顶峰。另外，潮汐电站和抽水蓄能电站延长水电行业景气周期。
- 2、截止2007年，在贯流机组领域，水平较为接近，轴流机组则达到了最高水平。随着技术能力逐步提高，市场占有率会继续提高。
- 3、民营企业享受较高的毛利率基本成为定律，公司作为管理优秀的民营企业，也表现出类似的状态。
- 4、依托不断提高的市场竞争力，公司也将海外市场作为公司的目标市场。短期看，将增强公司的行业地位；长期看，则有利于弱化公司的经营周期。
- 5、公司目前在手未结算定单为18亿左右，预计2009年确认部分为10~11亿。也就是说，定单的后移并不会影响2009年业绩。
- 6、预计09年EPS为1.16元，2010年EPS为1.55元。我们预期的09年目标市盈率为28~30倍，2009年目标市盈率为20~25倍，合理股价应该在31.00~38.00元。短期股价仍有所偏低，我们给予“推荐”投资级别。

主要数据

行业	电器机械及器
公司代码	002266
公司网址	http://www.zh
总股本(万股)	14319.00
流通股(万股)	3580.00
流通市值(百万)	930.80
每股净资产(元)	5.76
净资产收益率(%)	14.56
总资产负债率(%)	40.22

相关研究报告

<<>>

行情走势图



风险提示

项目建设进度影响收入确认进度，进而形成对公司业绩的影响。

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	277.46	482.23	753.97	1040.5	1316.2	1737.4
净利润(百万)	25.38	80.73	120.11	165.94	221.50	306.61
净利润增长率(%)	265.87	218.12	48.77	38.2	33.5	38.4
每股盈利(元)	2.05	0.75	0.84	1.16	1.55	2.14
市盈率(倍)	164.7	51.8	34.8	25.2	18.9	13.6
股息(元)				0.2	0.2	0.2
股息率(%)			0.00	0.7	0.7	0.7

请务必参阅文后免责条款

I. 经营动态

■ 财务数据显示良好成长性

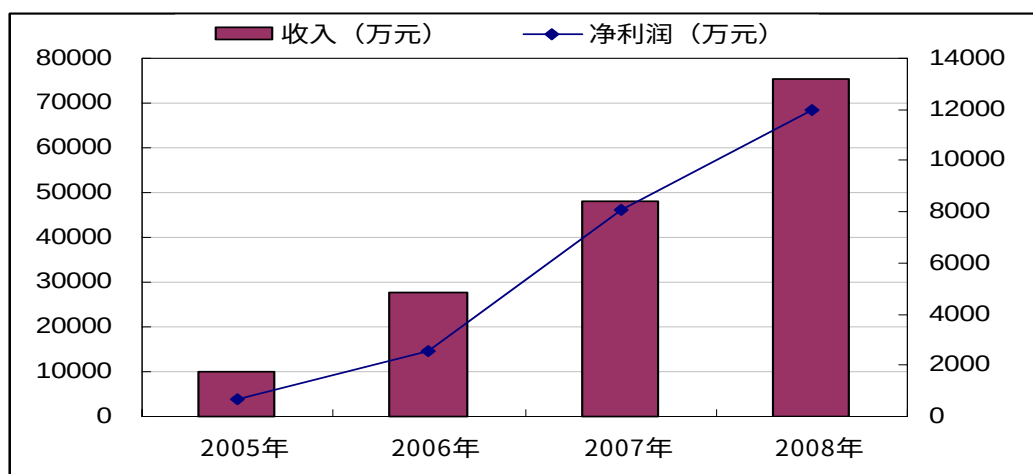
公司前身为富春江水电，核心资产来自于成套公司，早期隶属于水利部。2005 年转制为民营企业，也拉开了公司成长的序幕。

2005 年，公司收入为 9800 万，2008 年达到 7.5 亿，年复合增长率超过 80%。净利润数据看，2008 年的 12011 万元相对于 2005 年增长 15 倍。

另外，分别年度看，随着基数扩大，收入和利润的增速有所下降，但仍保持很高的绝对水平。2008 年相对于 2007 年，收入和净利润的增幅均为 50%左右。

通过简单的数据分析，我们不难发现，公司延续着快速发展特征。当然，数据背后蕴涵着丰富的经济内涵，也成为我们看好公司的基本理由。

图表 1 公司收入和净利润年度变化对比图



资料来源：公司公告

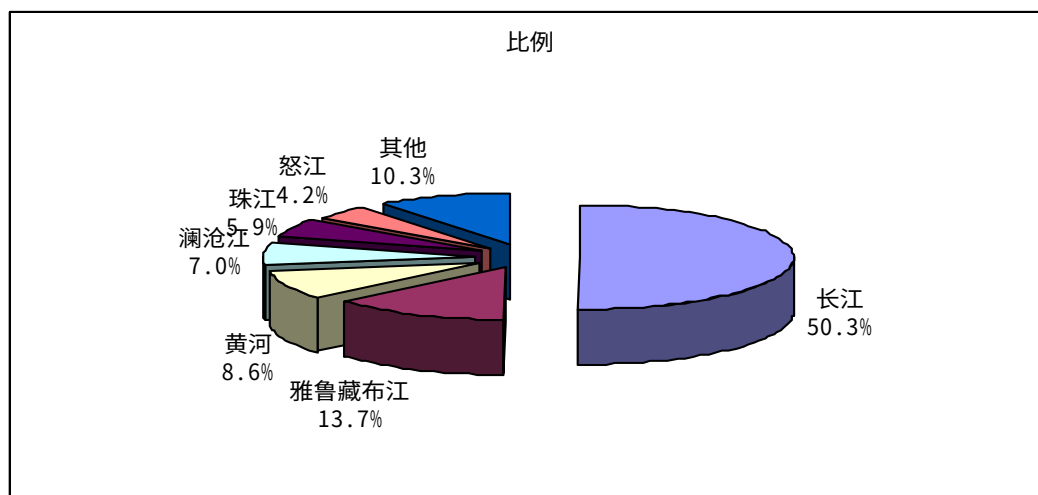
■ 水电的稳定增长是行业大背景

水电资源丰富

中国水力资源理论储量6.944亿千瓦，技术可开发容量5.4164亿千瓦，经济可开发容量4.018亿千瓦，位居世界第一。

截止2008年底，全国水电装机1.72亿千瓦，占经济可开发容量的43%，但各省开发程度不均衡，占全国资源的80%以上的西部省份，开发程度不到20%，水力资源次等丰富的东中部地区，开发已近饱和。

图表2 水电分布对比图



资料来源：平安证券

2010年之前是建设高峰期

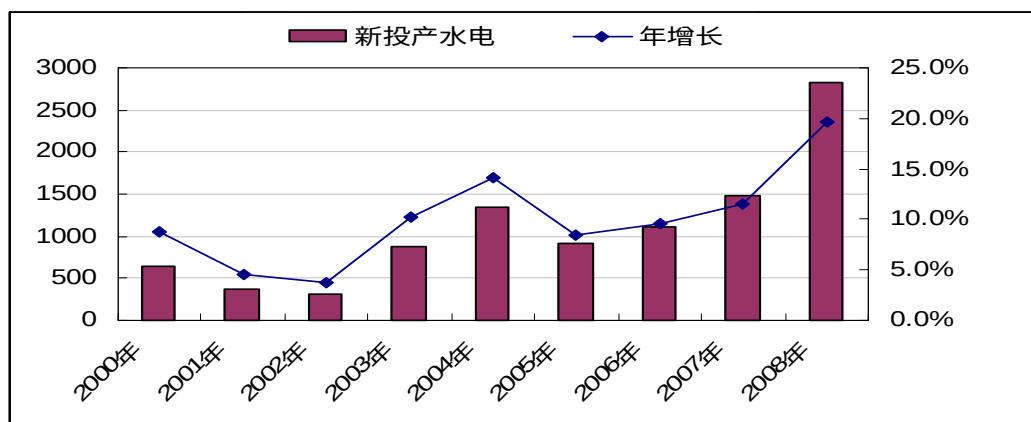
按照《可再生能源发展“十一五”规划》，2010年，全国水电装机容量将达到1.9亿千瓦，常规装机占技术可开发容量的31%，经济可开发容量的42%。2020年，全国水电装机容量将达到3亿千瓦，经济储量的开发比例将超过70%。

按照水电业内的规划，装机增长的速度将超过发改委的规划，到2020年，常规水电装机将达到32800万千瓦，技术储量的开发程度达到60%，经济储量开发程度达到80%。由于上述各个利益集团可能通过加快开发获得市场份额，我们倾向认可水电业内的规划进度。

在2000年到2020年的20年时间里，投产装机超过2.2亿千瓦，占开发量的近70%。其中，2010年前后达到顶峰，“十二五”期间的开发量略低于“十一五”期间，2020年前后走到尽头。

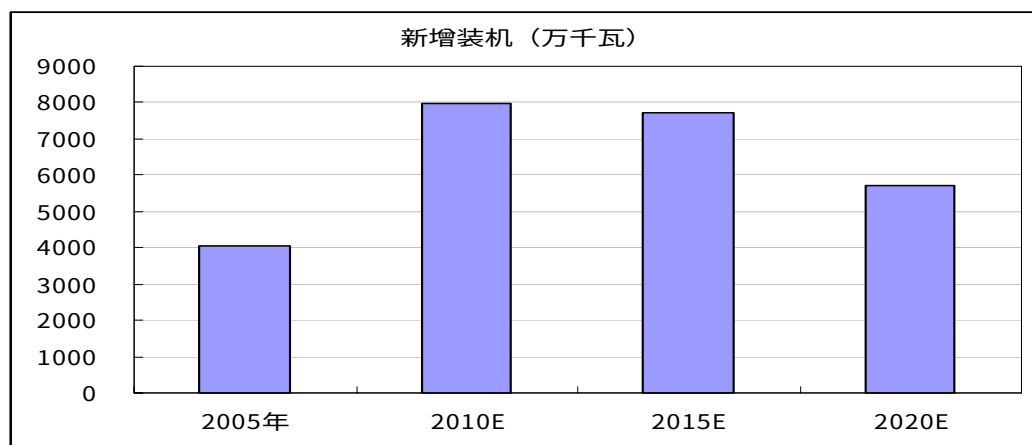
图表3 水电新增装机年度变化对比图

单位：万千瓦



资料来源：平安证券

图表 4 水电业内的发展规划对比图



资料来源：中国水利

潮汐电站和抽水蓄能电站延长水电行业景气周期

我国的大陆和海岸线蕴藏的潮汐水电资源为2157万千瓦，全球的储量达到6000万千瓦，目前尚处于开发的起步阶段，未来开发前景广阔。

抽水蓄能电站主要由于其特殊功能而面临良好的发展前景，按照国家规划，未来15年将建设3000~4000万千瓦，预计设备投资600~800亿，规模并不小。

总量上看，两种新型电站的规模要小于传统的水电资源，但作为行业的重要补充，有利于延长行业景气周期。

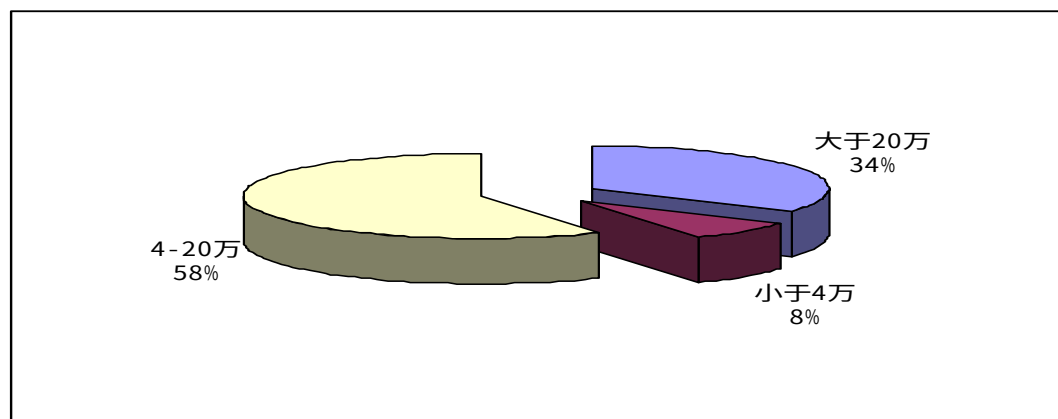
■ 行业地位进一步提高

机组容量结构决定行业竞争特点

水电机组作为高技术含量的机械制造业，容量变化是技术水平的重要指标。公司作为以中小型机组起步的水电制造企业，该领域的竞争相对激烈。

如果说20万以下机组属于垄断竞争的话，那么，20万千瓦以上大机组则属于寡头垄断，国内市场基本由东方电气、哈动力以及部分外资企业所垄断。不过，20万以上机组的30%左右的比重并不算特别高，使得公司能够更充分享受行业发展趋势。

图表 5 水电机组容量结构



资料来源：平安证券

公司的技术容量向高端靠拢

公司虽然起步于中小机组，但经过不断的技术积累，设计和制造能力不断提高，其重要标志体现为单机容量的扩大。

截止2007年，公司的贯流机组在内的各类机组容量较2005年都有明显提高，与国内的各类机组的差距迅速缩小。在贯流机组领域，水平较为接近，轴流机组则达到了最高水平。相对而言，功率较大的混流机组则仍有一定距离。

图表 6 公司可生产机组单机容量变化一览表

单机容量 (万千瓦)	2005 年	2006 年	2007 年	国内	全球
贯流	2	3.2	4.5	5.7	6.4
轴流	7.5	10	20	20	20
混流	8	20	40	70	70

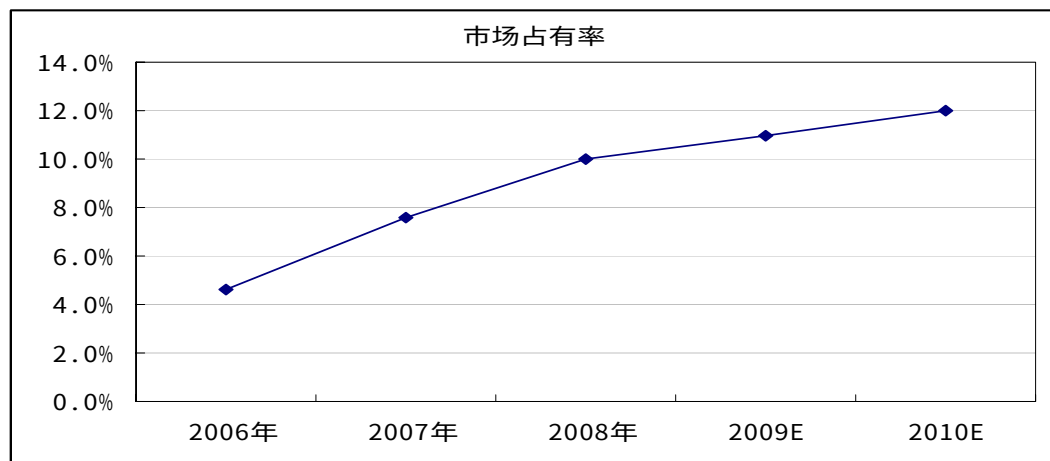
资料来源：公司公告

市场占有率稳步提高

公司虽然起步于中小机组，但经过不断的技术积累，设计和制造能力不断提高。从单机容量数据看，公司的技术能力已逐步向国内一流水平靠拢，也奠定了市场占有率提高的基础。

公司2005年收入只有9000多万，市场占有率可以忽略。2006年收入接近3亿，市场占有率接近5%，2007年和2008年维持增长态势。我们预计，随着技术能力逐步提高，市场占有率会继续提高。

图表 7 公司市场占有率年度变化对比图



资料来源：公司公告

■ 民营企业机制成就高盈利能力

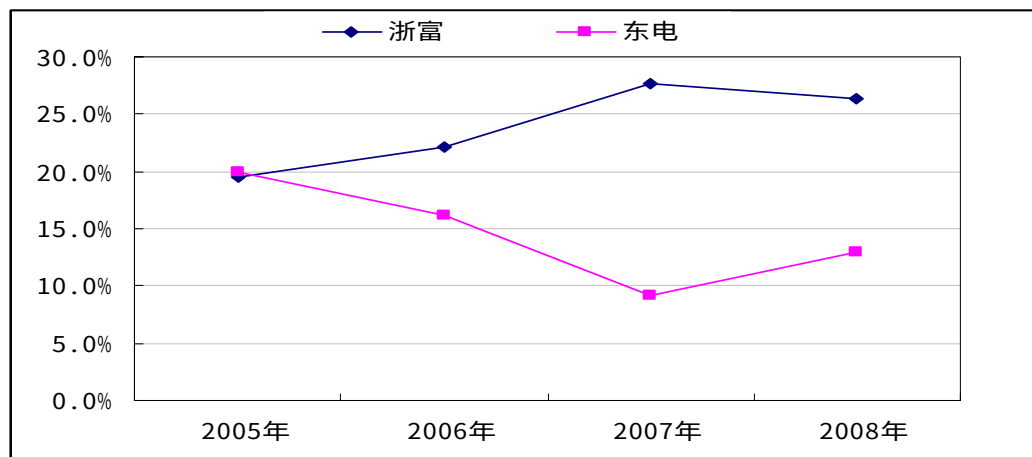
民营企业享受较高的毛利率基本成为定律，公司作为管理优秀的民营企业，也表现出类似的状态。

2005年，公司的毛利率与东方电气的水电毛利率基本处于同一水平。2006年以来，两家调研快报

公司毛利率呈现两个不同方向的变化。

我们认为，原因是多方面的，包括产品结算的结构性差异、东电的外包比例高等。但有一点较为确定，公司的经营管理起着重要作用。

图表 8 公司与东电水电毛利率年度变化对比图



资料来源：公司公告

■ 技术积累，后积薄发

公司虽然作为水电行业快速成长的生力军，但技术积累并不弱。相反，通过借助外部资源和自主创新相结合的发展模式成就了公司迅速成长的行业地位。

2005年以来，公司先后与俄罗斯动力机械、奥地利安德列茨、日本富士电机等公司建立合作伙伴关系。另外，加快自主创新步伐，快速吸收国外先进技术并提高自身水平。

2008年，公司与挪威Rainpower签署《全面战略合作协议》，公司成为Rainpower在中国市场和欧洲市场的排他性合作伙伴。Rainpower是全球顶级的水电设备研发机构，其技术实力为公司在技术和市场等方面提供了保障。

■ 海外市场，近期与远期的双重效应

依托不断提高的市场竞争力，公司也将海外市场作为公司的目标市场。**短期看，将增强公司的行业地位；长期看，则有利于弱化公司的经营周期。**

2006年，公司承接了韩国大宇的潮汐水电工程，金额为4672万美圆，拉开了公司迈向国际市场的步伐。2009年2月，公司又成为越南凯博（Khebo）2x50MW轴流机项目的中标单位，中标金额为1799.32万美元。

数据显示，2008年，公司海外市场的销售占全年销售收入的比例达到了36%，成为公司快速发展的不可或缺因素。**由于项目的确认周期的随机性，36%的比例可能出现波动，但地位已经确立。**

■ 定单充足，增长确定

2008年，公司新增定单77092万元，同比下降44%，主要原因在于水电的规划建设项目将增加抗震性指标而有所推迟。

同时，公司目前在手未结算定单为18亿左右，预计2009年确认部分为10~11亿。也就是说，定单的后移并不会影响2009年业绩。

另外，从定单的单位容量价值看，贯流和轴流要高于混流。相对而言，公司在贯流和轴流领域的市场竞争力更强。另外，从已经结算部分看，单价要低于定单价格，因此，在不考虑原材料波动的情况下，预计综合单价会逐步上升。

图表 9 公司部分定单数据一览表

	代表项目	容量 (万 KW)	金额 (万元)	单价 (元/KW)
贯流机组	湖南株溪口	1.85	14950	8081
	韩国潮汐	2.6	33638	12938
轴流机组	重庆乌江银盘	15	64140	4276
	深溪沟	16.5	37430	2268
混流机组	甘肃达拉河口	1.75	2103	1202
	贵州白市	14	38377	2741

资料来源：公司公告

II. 财务预测

i. 盈利预测主要假设

(1) 销售收入

在容量上，我们参照行业预测数据，假设容量的市场占有率基本稳定。单价上主要参照公司的定单数据和原材料变化因素。

(2) 毛利率

考虑到原材料价格下降因素，预计 2009 年毛利率会有所提高。

(3) 期间费用

营业费用，按照15%的年增长预测，主要考虑定单增长速度。

管理费用，09年按照2008年期间费用率，2010年和2011年按照上年费率的90%，主要考虑规模效应。

财务费用按照收入的0.2%，与2008年类似。

ii. 主要财务数据明细表

图表 10 销售收入和毛利预测明细表

	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
容量 (万千瓦)	52	65	75	82	90
单价 (元/千瓦)	927	1160	1392	1601	1921
收入 (万元)	48223	75397	104048	131621	173739
增长率	73.8%	56.4%	38.0%	26.5%	32.0%
毛利率	27.2%	26.4%	26.9%	26.9%	26.9%
毛利	13117	19905	27989	35406	46736

资料来源：平安证券

图表 11 盈利预测表

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入(万)	27746	48223	75397	104048	131621	173739
减：营业成本(万)	21594	35107	55513	76059	96215	127003
主营业务税金及附加(万)	123	176	467	644	815	1076
营业费用(万)	1152	1030	720	828	952	1095
管理费用(万)	1844	3474	6701	9247	10528	12507
财务费用(万)	112	141	221	208	263	347
资产减值损失(万)	270	420	724	1040	1316	1737
加：投资收益(万)		33	-7	0	0	0
二、营业利润(万)	2650	7909	11045	16021	21532	29974
加：营业外收支(万)	175	1178	2058	2081	2632	3475
三、利润总额(万)	2825	9086	13103	18102	24164	33448
减：所得税(万)	288	1027	1089	1504	2008	2780
四、净利润(万)	2538	8059	12014	16598	22156	30669
减：少数股东损益(万)		-14	3	4	6	8
归属母公司净利(万)	2538	8073	12011	16594	22150	30661
总股本 (万) (09.4.9)						
每股收益(元)	0.18	0.56	0.84	1.16	1.55	2.14
净利润增长率	265.9%	218.1%	48.8%	38.2%	33.5%	38.4%

资料来源：平安证券、WIND

III. 价值评估

根据盈利预测的结果，09年EPS为1.16元，2010年EPS为1.55元。我们预期的09年目标市盈率率为28~30倍，2009年目标市盈率为20~25倍，合理股价应该在31.00~38.00元。短期股价仍有所偏低，我们给予“推荐”投资级别。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257