

评级：谨慎推荐（维持）

电气设备行业

点评报告

第一创业研究所
分析师：曾凡，郭强
电话：0755-82485035
邮件：zengfan@fcsc.cn

混流机组渐成主力

——浙富股份（002168）年报点评

事件：

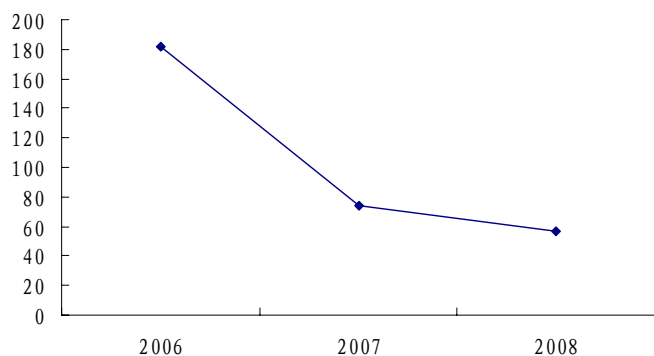
浙富股份（002266）公布 2008 年年报

浙富股份日前发布了 2008 年年度报告，实现收入 7.54 亿元，净利润 1.20 亿元，实现每股收益 1.01 元。

点评：

公司 2008 年共实现收入 7.54 亿元，较上年同期增长 56.35%，增长率较去年的 73.8% 略有所下降。在上次调研中，公司对水电设备行业的发展表达了较为乐观的态度，认为 2020 年以前，其每年的增长率在 20% 左右。而另一方面，2007 年公司的市场占有率已经达到 7.6%，已经成为我国水电设备市场的六大供应商之一，未来继续在中国市场占有率上攻城略地的可能性较低。因此，我们认为公司前期接近 100% 的收入增长率难以长期保持，也在预料之中。

图 1、公司收入增长率逐步下滑



资料来源：wind 资讯，第一创业研究所

从收入构成看，大型混流式机组的占比有大幅度的提高，体现了其技术上的进步。

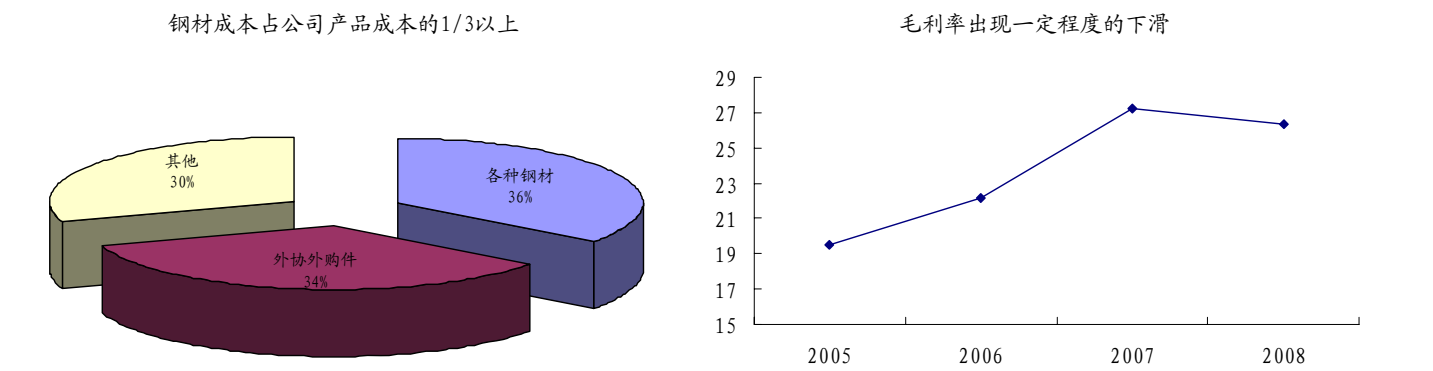
表 1、大容量的混流式机组收入增长迅速

机组类型	水头	08 年增长率	07 年占比	08 年占比
贯流式机组	2m~25m	24.17%	11.20%	24.64%
轴流式机组	20m~70m	-84.21%	83.06%	23.25%
混流式机组	40~700m	449.26%	5.12%	49.85%

资料来源：第一创业研究所

毛利率方面，公司 08 年的毛利率为 26.37%，较 2007 年的 27.2% 略有下降。在调研中我们了解到，由于公司原材料中钢铁的比重在 40%，因此其签订合同的价格基本与当时的钢铁价格、燃料价格及运输价格的走势趋同。假定公司产品有 1 年半以上的生产周期，则公司 2008 年的收入对应的是 2006 年上半年及以前的订单。考虑到 08 年钢铁的平均价格高于 2006 年的水平，且 10 月份之前，油、电、运输费用等持续上涨，给公司带来了较大的成本压力。加之公司从 11 月份开始提高了工人的工资以增强团队的凝聚力，我们认为毛利率下降在我们的预期之内。

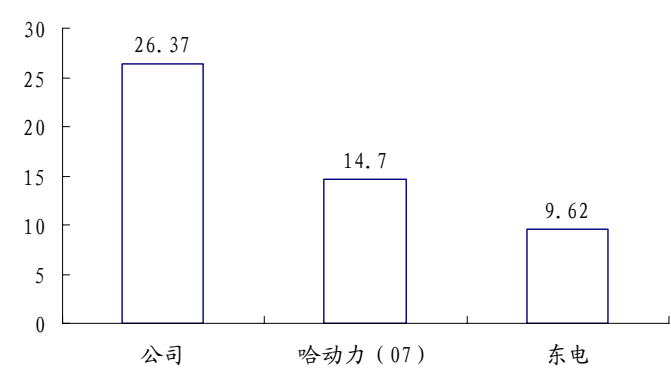
图 2、原料价格、工资上涨导致公司的毛利率出现一定程度的下滑



资料来源：Wind 资讯，第一创业研究所

尽管从纵向比较，公司的总体毛利率呈现一定的下滑态势，但是从横向比较，公司的毛利率还是大大高于国内两大竞争对手——东方电气、哈尔滨动力的水电业务的毛利率，体现了公司卓越的管理水平及体制优势。

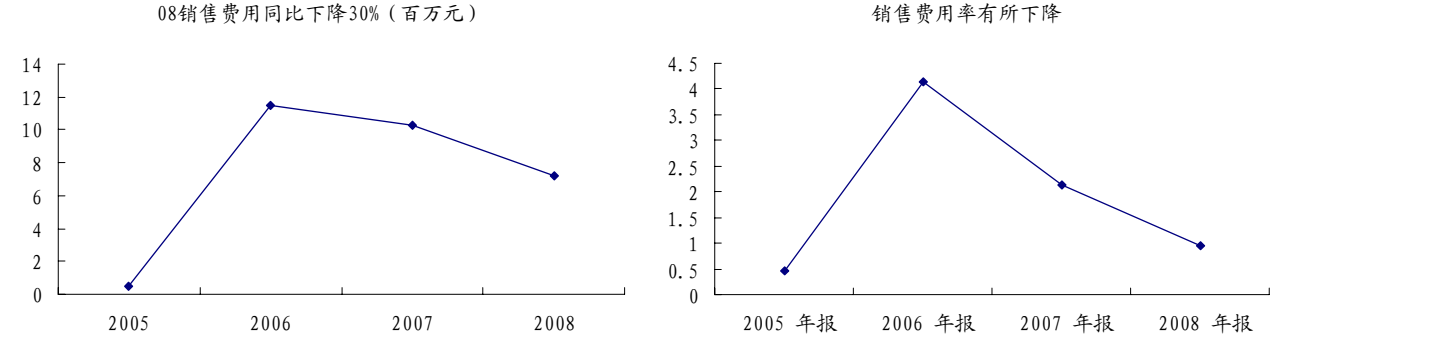
图 3、公司的毛利率仍大大高于国内同行



资料来源：Wind 资讯，第一创业研究所

2008 年公司销售费用为 719.76 万元，而 2007 年的销售费用为 1029.50 万元，同比下降 30.08%。销售费用下降主要有两个原因：一是 2007 年公司签订的新增订单较多，因此 2007 年的销售费用基数较高。如供货韩国 Shiwa 潮汐电站所发生的代理费 84 万美元（折合人民币 641.91 万元）就归结于 2007 年的费用；另一方面，2008 年受汶川地震的影响，水电项目或有推迟或滞后，使公司 08 年较难获得订单，也减少了销售费用的支出。

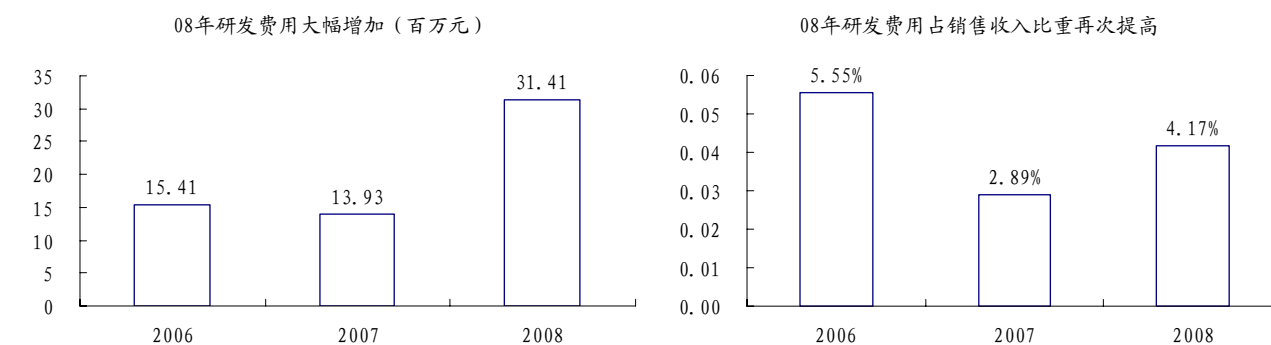
图 4、销售费用收入占比连年上升



资料来源：Wind 资讯，第一创业研究所

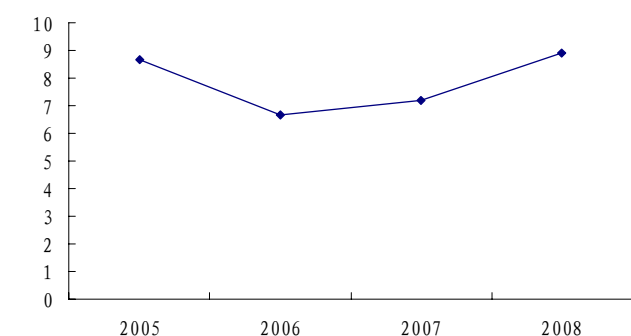
2008 年，公司的管理费用为 6700 万元，较上年同期增长 92.9%。公司技术、研发费用的提高是其 08 年管理费用迅速提升的主要原因。2008 公司向 Rainpower 公司购买了总价值为 1286.58 万元的相关设计图纸等技术资料；另一方面，随着公司技术的进步及产品选择集的扩大，公司的研发经费占销售的比例也不断提高。2008 年，公司的研发费用达到 3140 万元，较上年同期增加 1740 万元左右，增幅达到 125.39%，成为公司管理费用增长的另一关键因素。

图 5、08 年研发费用占收入比重继续攀升



资料来源：公司 08 年年报，第一创业研究所

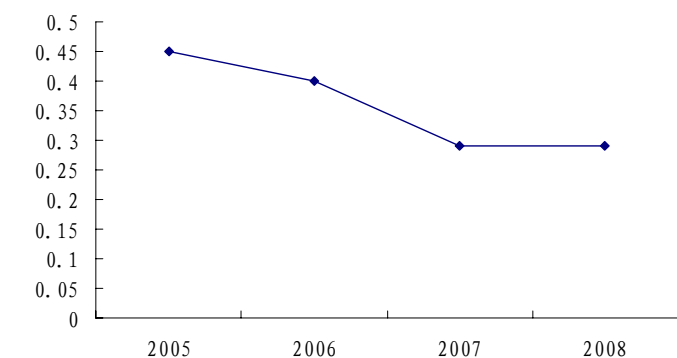
图 6、08 年管理费用率再次提升



资料来源：公司 08 年年报，第一创业研究所

公司在 08 年下半年方才上市，而之前随着生产的扩张，举借了大批的款项，导致其资产负债率有所提高，利息支出有所增大，但是下半年融资后，很大程度上缓解了公司的资金压力，因此从全年情况来看，财务费用控制情况较好，占销售收入的比重较 07 年还有所下降。

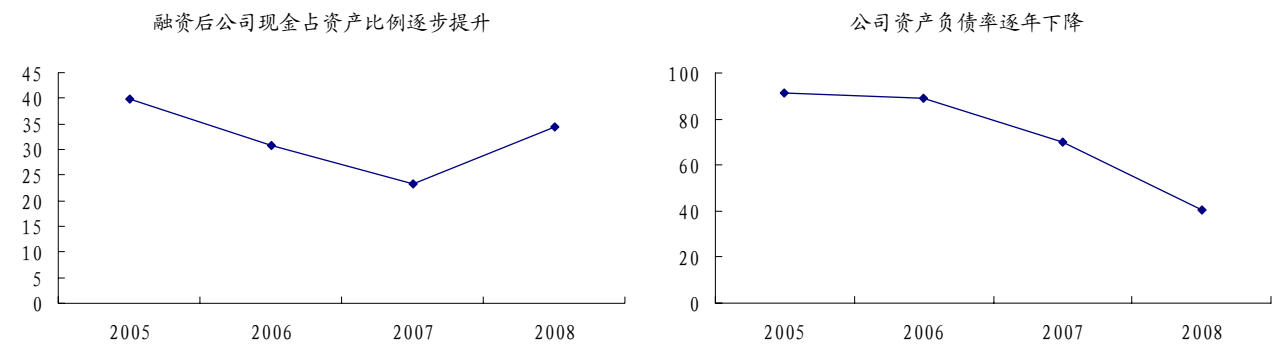
图 7、2008 年公司财务费用占销售收入比重有所下降



资料来源：公司 08 年年报，第一创业研究所

从资产负债表的情况来看，随着募集资金的逐步到位，公司的现金和资产负债率都向良性转化。

图 6、上市融资后，公司财务风险大幅降低



资料来源：公司公告，第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司	
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层	
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718	
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn	
北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层	上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:010-68059588 FAX:010-68059099	TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:100045	P.R.China:200120