

电力设备行业

2009 年 05 月 6 日

浙富股份 (002266)

当前股价: 27.69 元

估值低于同业, 具配置价值

投资要点:

- 浙富股份的业务集中在水电机组设备上, 而且主要集中在国内市场, 其主导产品是水轮机, 这种产品主要用于装备各种水电站, 是水力发电的主要设备。目前, 浙富股份的水轮机主要是混流式水轮发电机组、贯流式水轮发电机组和轴流式水轮发电机组, 属于中、大型水电机组设备制造商。
- 浙富股份原是由 30 名原富春江水电设备总厂系统内员工设立的, 他们构成了该企业在设立之初的核心管理及技术团队, 因他们均拥有多年从事水轮发电机制造的经验, 在行业内具备一定业务积淀, 使得企业在设立后五年间取得飞速发展。
- 自 04 年成立, 浙富股份五年收入增长 10 倍, 从一个名不经传小企业一跃进入行业前五名。公司的快速发展主要得益于水电设备行业良好的发展机遇和民营化的管理机制。
- 在其所属行业, 浙富股份位列行业前五, 由于专心于水电设备领域加上民营的体制, 公司的盈利水平明显高于同行。但综合实力和主要竞争对手尚有差距。
- 目前来看, 水电设备业高成长态势尚可延续, 中长期看, 增速将趋缓。当然, 如果潮汐发电获得大力发展, 水力发电设备制造企业将面临很好的发展机遇, 但目前国家需要通盘考虑新能源的结构, 最终潮汐发电能否获得政策支持, 尚不清楚。
- 浙富股份虽无明显的低估, 但由于估值水平处同行业低端和准新能源概念, 所以, 有一定的配置价值, 给以 “谨慎推荐” 的评级。

研究员: 张洪道

电 话: 025-84457777-782

E-mail

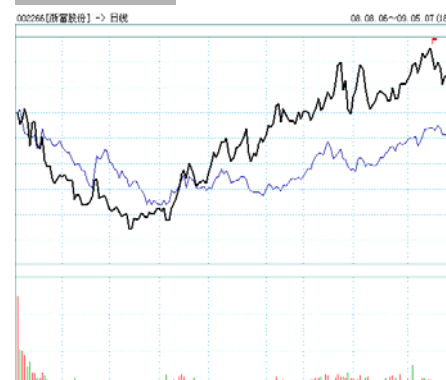
zhanghongdao@htsc.com.cn

http://www.htsc.com.cn

投资评级

谨慎推荐

股价走势图



相关研究

首次跟踪

公司基本资料

总股本 (亿股)	1.4319
流通 A 股 (亿股)	0.358
52 周内股价区间 (元)	12.6-30.48
总市值 (亿元)	39.65
总资产 (亿元)	14.74
每股净资产 (元)	5.67

主要经营指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入 (百万元)	482.23	753.97	1100.00	1300.00
增长率 (%)	73.80	56.35	45.89	18.18
净利润 (百万元)	80.73	120.11	156.14	195.18
增长率 (%)	218.09	48.78	30.00	25.00
每股收益 (元)	0.56	0.84	1.09	1.36

一、浙富股份是家中、大型水电机组设备制造商

浙富股份的业务非常清晰，集中在水电机组设备上（见表1），而且主要集中在国内市场（见表2），其主导产品是水轮机，这种产品主要用于装备各种水电站，是水力发电的主要设备。

表1：浙富股份近三年的收入结构

	2008 年	2007 年	2006 年
营业收入			
水电机组设备(元)	753,970,000.00	481,537,268.52	276,986,212.32
毛利率			
水电机组设备(%)	26.37	27.1	22.04

资料来源：公司报表 华泰证券研究所

表2：浙富股份目前的内外销结构

	2008 年
营业收入	
境内(元)	566,297,254.35
境外(元)	187,676,121.18
收入构成	
境内(%)	75.11
境外(%)	24.89

注：08年前几乎无外销收入。

资料来源：公司报表 华泰证券研究所

水轮发电机组的基本工作原理为：水经由水渠流入水力发电站，将储存的水的势能转变为动能；之后导水管引导水流进入水轮机，水流驱动水轮机的转轮旋转，从而将动能转化为机械能量；进而带动发电机的转子围绕定子旋转，将机械能量转化为电能，实现发电。其原理如图1所示。

同时，水轮发电机组按照水轮机的工作原理来区分，主要分为贯流式水轮发电机组、轴流式水轮发电机组、混流式水轮发电机组、冲击式水轮发电机组。各水力发电站建设中根据所处地代表水力资源状况的水头及水流量不同，选择不同类水轮发电机组。基于技术适用性、经济性方面的因素，实际应用中不同类型水轮发电机组适用水头、水流量情况如表3所示（水头是指水电站进水口与出水口的落差）。

目前，浙富股份的水轮机主要是混流式水轮发电机组、贯流式水轮发电机组和轴流式水轮发电机组（见表4），属于中、大型（中型为主）水电机组设备制造商。

图1：水轮发电机组的工作原理

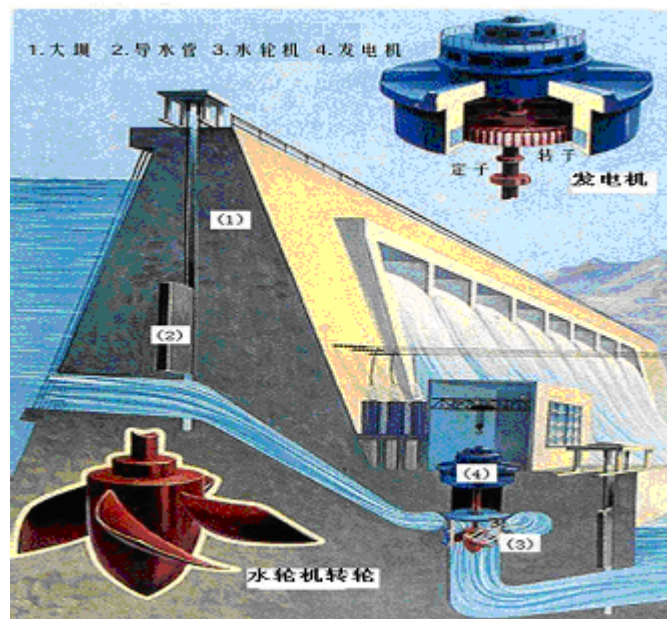


表3: 水轮机的类型及适应性

机组类型	水头	水流量	备注
贯流式机组	2m ~ 25m	大水流量	
轴流式机组	20m ~ 70m	大水流量	对于25m 以下水头段, 行业内的共识是主要采用贯流式机组
混流式机组	40m ~ 700m	大水流量	
冲击式机组	200m ~ , 目前世界上冲击式机组最高利用水头为1883m	小水流量	

表4: 浙富股份水轮机的产品结构

机组类型	07 年占比	08 年占比
贯流式机组	11.20%	24.64%
轴流式机组	83.06%	23.25%
混流式机组	5.12%	49.85%

资料来源: 公司报表 华泰证券研究所

二、浙富股份是由原富春江水电设备总厂系统内员工成立的一家民营企业

浙富股份的前身是富春江水电, 设立于2004 年3 月26 日, 由30 名原富春江水电设备总厂系统内员工联合富春江富士水电设备有限公司、富春江水电设备总厂电站设备成套公司及自然人彭建义共同发起设立。这部分原富春江水电设备总厂系统内员工中的骨干人员构成了该企业在设立之初的核心管理及技术团队, 因他们均拥有多年从事水轮发电机制造的经验, 在行业内具备一定业务积淀, 使得企业在设立后五年间取得飞速发展。

自04年成立, 浙富股份五年收入增长10倍(见表5), 从一个名不经传小企业一跃进入

行业前五名。公司的快速发展主要得益于水电设备行业良好的发展机遇和民营化的管理机制。

表5：浙富股份近五年的收入、净利润增长趋势表

指标名称	2004Y	2005Y	2006Y	2007Y	2008Y
主营业务收入（元）	-	98479967.24	277463625.2	482226251	753973375.5
净利润（元）	-	6936608.54	25378911.53	80734240.5	120109409.6
主营收入同比增长率（%）	-	-	181.75	73.8	56.35
净利润同比增长率（%）	-	-	265.87	218.12	48.77

注：04年的数据未披露

资料来源：公司报表 华泰证券研究所

三、在其所属行业，浙富股份位列行业前五，盈利水平高于同行

国内市场主要的大中型水轮发电机组制造商有东方电气、哈尔滨动力、天津阿尔斯通、伏伊特西门子、浙富水电、东芝水电、GE亚洲水电。其中，美国GE公司在2006年底在全球范围内退出水电业务，其在中国国内的唯一大中型水轮发电机组制造工厂（位于杭州市）已经转产，不再从事水轮发电机组生产。所以，目前大中型水轮发电机组行业基本由其余六家制造商供应市场需求，整个行业产业集中度高，市场呈现出垄断竞争的态势。

目前六家生产商中东方电气、哈尔滨动力为国有企业，浙富水电为民营企业，阿尔斯通、伏伊特西门子、东芝水电均为外资控股的合资公司。

以上六家大中型企业中，东方电气、哈尔滨动力作为中国两大动力集团，占有了60%以上的市场份额，应是浙富股份的强力竞争对手，特别是在特大型水轮发电机组上，优势明显强于浙富股份。

而天津阿尔斯通、伏伊特西门子和东芝水电等外资企业都属于外资企业集团的子公司，就这些外资集团（阿尔斯通、西门子和东芝）而言，这些外资企业的品牌、技术、市场影响力都非浙富可比，但这些企业主要精力并不在水电设备上，这可能给浙富以可乘之机。

虽然，就综合优势而言，浙富股份不及竞争对手，但由于专心于水电设备领域加上民营的体制，公司的盈利水平明显高于同行，08年的销售净利润率高达15.93%，远远超出对手，当然，这也意味着浙富提高销售净利润率的空间不大了，其未来的成长将主要取决于数量的增加上。

四、目前来看，水电设备业高成长态势尚可延续；中长期看，增速将趋缓

20世纪90年代后，欧洲、北美发达国家经济可开发水电资源日益枯竭，西方发达国家的水电开发规模锐减，进而导致国外水轮发电机组新增装机容量锐减。与此同时，亚洲（除日本以外）、中南美洲国家的水电开发进入前所未有的大发展时期，成为世界水轮发电机组市场的主要客户，水电设备的年订货量占全世界的90%以上；尤其是中国成为世界水轮发电机组的中心市场，水电装机总容量、水电新增装机容量均居世界第一位。

发达国家水力发电资源的开发程度平均为60%以上，据此看，我国拥有的水力资源尚有可开发的空間，根据《可再生能源中长期发展规划》，到2010年全国水电装机容量将达到1.9亿千瓦，其中大中型1.4亿千瓦，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。

总体而言，2015年前中国大中型水轮发电机组仍将保持快速增长的态势，2015-2020年后需求预计将出现回落。

当然，如果潮汐发电（潮汐发电与水力发电的原理相似，它是利用潮水涨落产生的水位差所具有势能来发电的，也就是把海水涨、落潮的能量变为机械能，再把机械能转变为电能（发电）的过程。具体来说，潮汐发电就是在海湾或有潮汐的河口建筑一座拦水堤坝，形成水库，并在坝中或坝旁放置水轮发电机组，利用潮汐涨落时海水水位的升降，使海水通过水轮发电机组时推动水轮发电机组发电。从能量的角度说，就是利用海水的势能和动能，通过水轮发电机组转化为电能）获得大力发展，水力发电设备制造企业将面临很好的发展机遇，但目前国家需要通盘考虑新能源的结构，最终潮汐发电能否获得政策支持，尚不清楚。

五、浙富估值水平处同行业低端、准新能源概念，有一定的配置价值

若理性地看待浙富股份的估值，我们认为并无明显的低估，以09年计算，市盈率25倍左右、市净率5倍左右。

但以市场平均的估值水平来看，它的估值水平处于行业末端，相较于同类可比公司，它的估值水平还算是低的，而且它具有准新能源概念。如果投资者打算配置此类的股票，我们认为可以选择浙富股份，从这个角度看，它具有配置价值，我们给以其“谨慎推荐”的评级。

表：可比上市公司的估值简表

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益	每股净资产	静态市盈率（08Y）	静态市净率08Y）
601727.SH	上海电气	9.82	0.22	1.70	44.64	5.76
600875.SH	东方电气	47.48	0.21	2.55	226.10	18.66
002266.SZ	浙富股份	27.69	0.98	5.76	28.26	4.81

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15 % 以上;

推荐: 相对强于市场表现5 % ~ 15 %;

观望: 市场表现在 - 5 % ~ + 5 % 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5 % 以下。

免责条款:

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。