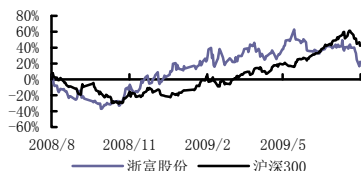


投资品 - 电气设备

2009 年 8 月 19 日

市场数据	2009 年 8 月 19 日
当前价格 (元)	22.57
52 周价格区间 (元)	12.80-33.07
总市值 (百万)	3231.80
流通市值 (百万)	1847.13
总股本 (百万股)	143.19
流通股 (百万股)	81.84
日均成交额 (百万)	42.45
近一月换手 (%)	58.34%
Beta (2 年)	
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	-20.67%	-19.45%	11.18%
沪深 300	-14.35%	6.14%	28.36%

陆勤、颜彪

+86 10 65018178
+86 755-83199599ext8136
luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、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，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩低于预期，静待下半年订单转好

——浙富股份 (002266) 09 年中报点评

评级: 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	753.97	904.77	1176.20	1470.25
净利润 (百万元)	120.11	145.31	188.14	227.89
每股收益 (元)	0.98	1.01	1.31	1.59
净利润增长率%	48.77%	20.98%	29.48%	21.13%
市盈率	23.03	22.25	17.19	14.19
市净率	3.92	3.45	2.87	2.39
EV/EBITDA	24.90	16	12	9

资料来源: 世纪证券研究所

- 业绩略低于预期。09 年上半年实现营业收入 3.44 亿元，营业利润 0.61 亿元，分别同比增长 13.19% 和 19.65%；实现利润总额 0.67 亿元，归属于上市公司股东净利润为 0.57 亿元，同比增长 -1.84% 和 10.23%。实现每股收益 0.40 元，净资产收益率为 6.67%
- 公司步入平缓增长期。比较历年营业收入和净利润增长情况，我们发现 09 年以来增速逐渐放缓，主要由于 09 年上半年，水电项目遭遇“环评风暴”，使得部分水电项目有所推迟，导致上半年收入增速下降。随着下半年水电建设项目审批速度加快，公司的水电设备收入下半年增速有望继续回升。
- 公司目前在手未完成订单为 20 亿元，能保证未来 2 年的发展。公司上半年新增订单同比有较大下滑，我们期待下半年水电项目招标旺季，公司能获取更多订单。另外，公司募投项目——大型混流式水轮发电机组及潮汐发电机组，有望在今年 10 月份投入使用，届时将缓解公司产能，从而提升公司业绩。
- 成本下降，毛利率继续提升。报告期内，销售毛利率达到 28.41%，从历年销售毛利率情况看，销售毛利率也有不断增长的趋势。主要原因是原材料成本在 08 年有较大程度下降，低价库存的消耗使毛利率有所提升。另外公司成本控制能力和偿债能力提高，资产管理能力有所下降，但仍高于行业平均水平。
- 虽然受到环保的压力，但水电建设快速发展的方向不会改变。公司作为水电设备的后起之秀，具备灵活的经验管理体制和成本控制能力，在产能释放后，有望获得更多订单，从而分享我国水电建设的高景气。我们预计 2009-2011 年公司每股收益分别为 1.01 元、1.3 元和 1.59 元，对应的动态 PE 分别为 22.25、17.19 和 14.19，给予公司“买入”评级。

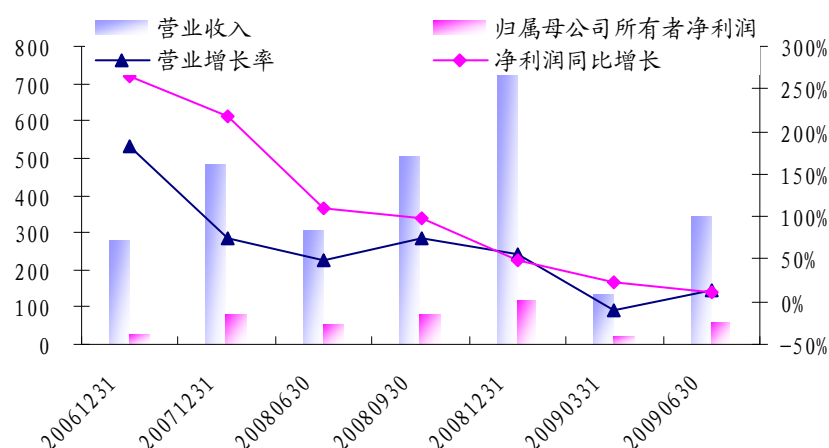
业绩略低于预期

09 年上半年实现营业收入 3.44 亿元，营业利润 0.61 亿元，分别同比增长 13.19% 和 19.65%；实现利润总额 0.67 亿元，归属于上市公司股东净利润为 0.57 亿元，同比增长 -1.84% 和 10.23%。实现每股收益 0.40 元，净资产收益率为 6.67%。业绩增长低于预期。

公司步入平缓增长期，订单获取能力保证未来发展

比较历年营业收入和净利润增长情况，我们发现：09 年以来增速达到新低，其中 09 年一季度营收增长率为 -9.92%，二季度有所反弹，09 年中期营收增长率为 13.19%；而净利润的增长率则一路下滑，从 07 年的 218.12% 下降到 09 年中期的 10.23%。

Figure 1 历年营业收入和净利润及其增长率（单位：百万元）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

由于 09 年上半年，水电项目遭遇“环评风暴”，使得部分水电项目有所推迟，导致上半年收入增速下降。虽然金沙江水电和其它一些工程项目被环保部突然叫停，但我国积极开发水电的策略没有发生改变，水电建设仍会平稳增长。随着下半年水电建设项目审批速度加快，公司的水电设备收入下半年增速有望继续回升。

公司目前在手未完成订单为 20 亿元，能保证未来 2 年的发展。公司上半年新增订单同比有较大下滑，我们期待下半年水电项目招标旺季，公司能获取更多订单。

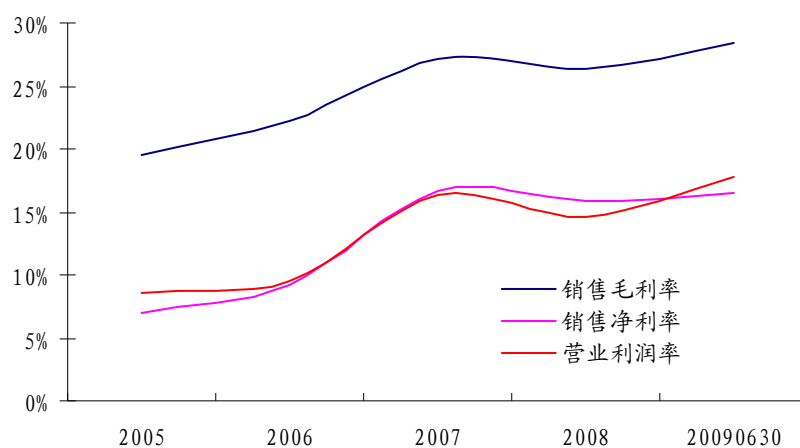
另外，公司募投项目——大型混流式水轮发电机组及潮汐发电机组，有望在今年 10 月份投入使用，届时将缓解公司产能，从而提升公司业绩。

成本下降，毛利率继续提升

报告期内，销售毛利率达到 28.41%，同比增加了 0.88 个百分点，

从历年销售毛利率情况看，销售毛利率也有不断增长的趋势。另外，从营业利润率看，也有类似的趋势。主要原因是原材料成本在 08 年有较大程度下降，低价库存的消耗使毛利率有所提升。09 年钢材等原材料出现波动，下半年毛利率可能受到些微影响。

Figure 2 盈利能力不断提升

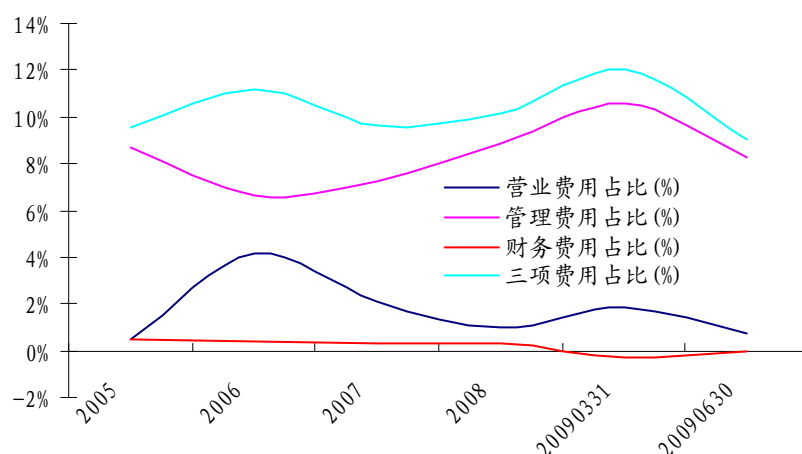


数据来源：公司公告、世纪证券研究所

成本控制能力和偿债能力提高，资产管理能力有所下降

报告期期间费用率为 9%，下降到历史新低，显示出公司管理体制的有效性。但我们认为公司的管理费用率还有进一步下降的空间，08 年管理费用率达到了 8.89%，均高于前几年水平；虽然 09 年中期比一季度有较大程度下降，但我们认为通过流程优化和控制，仍可继续下降。

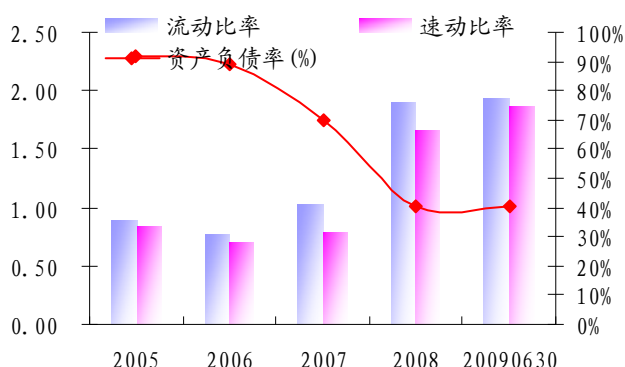
Figure 3 成本控制能力有所加强



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

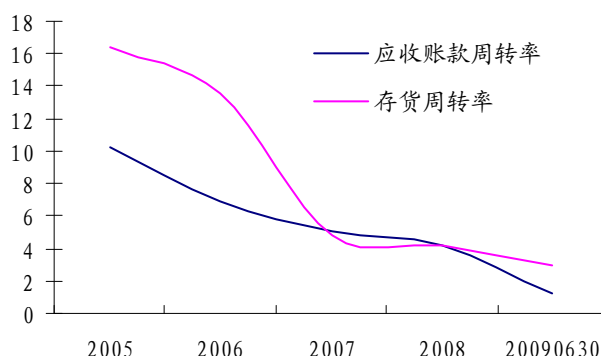
公司 08 年以来资本结构大为改善，偿债能力不断增强。公司资产负债率从 07 年的 69.96%降低到 08 年的 40.22%，流动比率和速动比率大为增加，表明公司在执行稳健的融资政策。一方面显示公司追求稳健发展，另外也为以后的再融资奠定基础。

Figure 4 偿债能力不断加强



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 应收账款和存货周转率不断下降



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

但是公司的资产管理能力在下降，应收账款周转率和存货周转率分别从 07 年的 5.04 和 4.76 下降到 08 年的 4.15 和 4.25。虽然比同行业周转率高，但公司应该加强应收账款和存货的管理，使其止跌回稳。

二季度机构合计减持 4879580 股，占公司流通 A 股的 5.96%。其中华夏优势、华夏行业、易方达积极成长、易方达行业领先空仓，上投摩根出现较大幅度减仓。另外，富国天瑞和东吴价值成长成为新进入者。

公司非流通股占比为 60%左右，另外股权激励部分解禁股条件较高，公司高管有动力不断提高公司业绩。

Figure 6 09 年 2 季度机构持有公司股份数变化（与 1 季度比较）

机构	加仓或减仓	股数
上投摩根	减仓	1,230,000
华夏行业	减仓	2,298,392
华夏优势	减仓	2,150,649
易方达积极成长	减仓	1,533,926
宏景证券投资	减仓	1,206,454
德盛小盘	减仓	22,955
易方达行业领先	减仓	599,845
荷兰商业银行	减仓	80,000
山东省国际信托	加仓	363,400
上投摩根阿尔法	加仓	492,400
东吴价值成长	加仓	696,784
富国天瑞	加仓	1,439,687
易方达科讯	加仓	744,066
机构持股数量变化	减少	4,879,580

数据来源：wind、世纪证券研究所

投资建议与风险提示

发展低碳经济，必然要求提高可再生能源比例。水电作为可再生的清洁能源，在我国开发程度不到 30%，虽然受到环保的压力，但水电建

设快速发展的方向不会改变。

公司作为水电设备的后起之秀，具备灵活的经验管理体制和成本控制能力，在产能释放后，有望获得更多订单，从而分享我国水电建设的高景气。

我们预计 2009-2011 年公司每股收益分别为 1.01 元、1.3 元和 1.59 元，对应的动态 PE 分别为 22.25、17.19 和 14.19，给予公司“买入”评级。

风险提示：（1）下半年水电工程建设进度未达预期；（2）订单情况未达预期；（3）原材料价格波动风险；（4）大盘剧烈震荡带来交易性风险。

三大报表预测

Figure 7 三大报表预测

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	1385	1614	2094	营业收入	754	905	1176	1470
现金	475	543	588	735	营业成本	555	651	853	1073
应收账款	219	228	403	488	营业税金及附加	5	5	7	9
其它应收款	16	25	32	41	营业费用	7	8	9	12
预付账款	179	326	256	322	管理费用	67	77	94	112
存货	136	236	281	435	财务费用	2	-4	-3	-2
其他	29	27	53	74	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	326	429	562	779	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	213	349	490	704	营业利润	110	160	209	260
无形资产	29	29	29	29	营业外收入	22	12	14	10
其他	73	50	43	46	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	1380	1814	2175	2873	利润总额	131	171	221	268
流动负债	555	877	1050	1520	所得税	11	26	33	40
短期借款	0	314	209	588	净利润	120	145	188	228
应付账款	198	127	299	238	少数股东损益	0	0	0	0
其他	357	435	542	695	归属母公司净利润	120	145	188	228
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	130	170	228	290
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.01	1.31	1.59
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	555	877	1050	1520	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%	20.0%	30.0%	25.0%
资本公积	504	504	504	504	营业利润	39.7%	45.2%	30.4%	24.1%
留存收益	178	290	478	706	归属于母公司净利润	48.8%	21.0%	29.5%	21.1%
归属母公司股东权益	825	937	1125	1353	获利能力				
负债和股东权益	1380	1814	2175	2873	毛利率	26.4%	28.0%	27.5%	27.0%
现金流量表					净利率	15.9%	16.1%	16.0%	15.5%
单位: 百万元					ROE	14.6%	15.5%	16.7%	16.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	33.4%	22.0%	27.6%	21.4%
经营活动现金流	2	-99	302	16	偿债能力				
净利润	120	145	188	228	资产负债率	40.2%	48.3%	48.3%	52.9%
折旧摊销	17	14	22	32	净负债比率	0.00%	35.85%	19.89%	38.66%
财务费用	2	-4	-3	-2	流动比率	1.90	1.58	1.54	1.38
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.65	1.31	1.27	1.09
营运资金变动	-143	-257	84	-248	营运能力				
其它	6	3	12	6	总资产周转率	0.71	0.57	0.59	0.58
投资活动现金流	-163	-120	-155	-250	应收账款周转率	4	4	4	3
资本支出	164	130	155	250	应付账款周转率	4.07	4.00	4.00	4.00
长期投资	0	-10	0	0	每股指标 (元)				
其他	1	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.01	1.31	1.59
筹资活动现金流	455	286	-102	381	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.01	-0.69	2.11	0.11
短期借款	-45	314	-105	379	每股净资产 (最新摊薄)	5.76	6.55	7.86	9.45
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	36	0	0	0	P/E	26.92	22.25	17.19	14.19
资本公积增加	453	0	0	0	P/B	3.92	3.45	2.87	2.39
其他	11	-28	3	2	EV/EBITDA	21	16	12	9
现金净增加额	294	67	45	147					

数据来源: 世纪证券研究所

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.