

## 浙富股份：上调目标价至 39 元

- 我国政府承诺到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40~45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划，并制定相应的国内统计、监测、考核办法。要实现该指标，水电将是十分重要的减排渠道。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，其中中大型 1.4 亿千瓦，到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦，其中中大型水电 2.25 亿千瓦。我们预测实际水电发展应该好于预期，2015 年之前保持 10~15% 的水电装机增长速度。
- 公司是国内唯一一家专业化生产中大型水电设备的企业，收入基本全部来自于水电设备生产的看点还有潮汐发电和抽水蓄能。尤其是与核电建设紧密相关的抽水蓄能，未来 15 年设备投资额将达到 600~800 亿元，公司将受益巨大。
- 公司通过与东芝水电的合作中完成了最初的技术积累，后来又与俄罗斯动力机械股份公司、奥地利安德利茨公司等公司建立了稳定的合作关系，尤其是 2005 年和 2008 年分别与俄罗斯动力机械股份公司、挪威 Reinpower 公司签署《全面合作协议》，使得公司成为两家外资公司在国内的排他性合作伙伴，这种深度合作不仅有利于公司的市场开拓，而且有利于提升公司自身研发能力。
- 2008 年底公司公布的股权激励计划保证了公司管理的稳定性以及长期业绩的成长性，计划的有效期限为自计划生效日起至 2014 年 12 月 31 日，在此期间，公司核心技术人员与业务骨干的个人利益将与公司利益和股东利益紧密联系在一起，公司体制性的优势将体现的更为明显。
- 我们一直认为，水电作为可再生能源中成本为低廉的发电方式，其周期性并不强，而且公司过去几年所体现出来的成长性足以与新能源公司相媲美，我们有理由相信公司未来的高成长速度将依然保持，根据我们的测算，09~11 年的 EPS 将分别达到 0.93 元、1.30 元和 1.60 元，复合增长率超过 30%，我们认为合理估值为 2010 年 30 倍 PE，我们维持公司的“买入”评级，并上调目标价至 39 元。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

**邹慧**

电力设备行业资深分析师

8621-63325888-6101

zhui@orientsec.com.cn

**曾朵红**

电力设备行业分析师

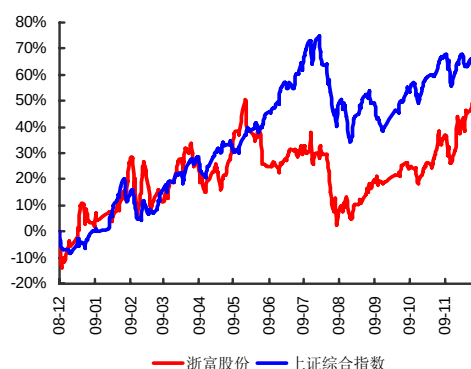
8621-63325888-6089

zengduohong@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2009 年 12 月 21 日) | 30.04 元          |
| 目标价格 (6 个月)           | 39 元             |
| 总股本/A 股 (万股)          | 14319 / 14319    |
| A 股市值 (亿元)            | 43.01            |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 电力设备             |
| 报告日期                  | 2009 年 12 月 22 日 |

### 股价表现



### 财务预测

| 主要财务指标    | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 754   | 825   | 1155  | 1485  |
| 同比(%)     | 56%   | 9%    | 40%   | 29%   |
| 归属母公司净利润  | 120   | 134   | 186   | 229   |
| 同比(%)     | 49%   | 11%   | 39%   | 23%   |
| 毛利率(%)    | 26.4% | 28.0% | 27.5% | 27.0% |
| ROE(%)    | 14.6% | 13.9% | 16.2% | 16.7% |
| 每股收益(元)   | 0.84  | 0.93  | 1.30  | 1.60  |
| P/E       | 35.81 | 32.22 | 23.14 | 18.75 |
| P/B       | 5.21  | 4.49  | 3.76  | 3.13  |
| EV/EBITDA | 29    | 25    | 18    | 14    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

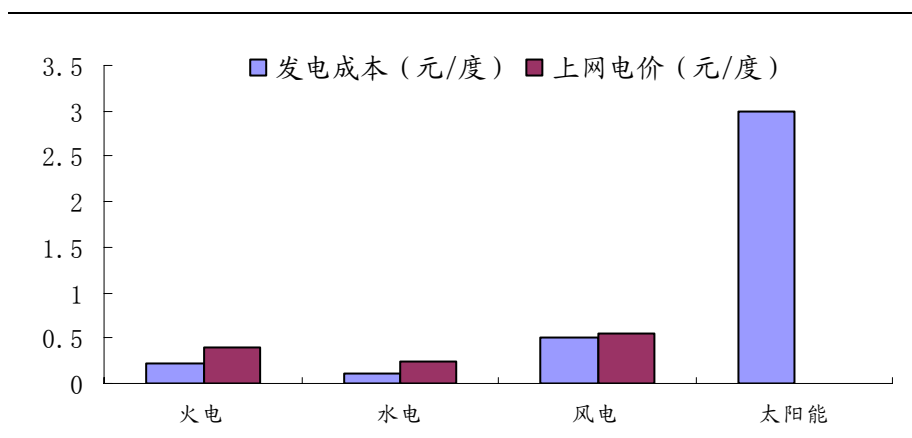
敬请参阅最后一页之重要声明。

## 1. 水电一直是减排主力军

我国政府承诺到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40~45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划，并制定相应的国内统计、监测、考核办法。要实现该指标，水电将是十分重要的减排渠道。按照 2008 年全国 6000 千瓦时及以上电厂供电标准煤耗 349 克/千瓦时计算，我国小水电一年的发电量相当于节约标准煤 5600 多万吨，相当于减少二氧化碳排放 1.4 亿吨、二氧化硫排放 70 多万吨。

水能无疑是可再生能源中技术最成熟、成本最为低廉的能源方式。如果考虑 CDM 补偿，该成本将更为低廉（截至 2009 年 11 月，中国正在开发的 1901 个 CDM 项目，其中水电项目为 842 个，占 44%，而已注册的水电 CDM 项目中 15MW 的小水电又占据了一半以上，达到了 55%），以一个 10MW 的水电装机项目为例，若该电站成功注册为 CDM 项目，每年可获得近 300 万元额外收益。

图 1 各种类型发电方式成本比较



资料来源：东方证券研究所

表 1 10MW 水电 CDM 装机项目收益测算

| 机组 (MW) | 机组利用小时数 (小时) | 年均发电量 (万 KW. h) | 售电收益 (万元) | 年碳减排 (吨) | CDM 补偿收益 (万元) |
|---------|--------------|-----------------|-----------|----------|---------------|
| 10      | 4000         | 4000            | 960       | 36296    | 348           |

资料来源：东方证券研究所

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，其中中大型 1.4 亿千瓦，到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦，其中中大型水电 2.25 亿千瓦。我们预测实际水电发展应该好于预期，2015 年之前保持 10-15% 的水电装机增长速度。

表 2 我国水电开发程度预测

| 项目        | 2000年  | 2005年   | 2010年   | 2015年   | 2020年   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 常规水电总装机容量 | 73,820 | 116,850 | 194,000 | 271,000 | 328,000 |
| 其中：新增     |        | 40,480  | 77,150  | 77,000  | 57,000  |
| 水电资源开发程度  |        | 22%     | 36%     | 50%     | 60%     |

|            |        |        |         |         |         |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 大中型机组总装机容量 | 45,320 | 76,360 | 144,000 | 208,500 | 253,000 |
| 其中：新增      |        | 31,040 | 67,640  | 64,500  | 44,500  |
| 小型机组总装机容量  | 28,500 | 37,940 | 50,000  | 62,500  | 75,000  |
| 其中：新增      |        | 9,440  | 12,060  | 12,500  | 12,500  |

资料来源：公司公告, 东方证券研究所

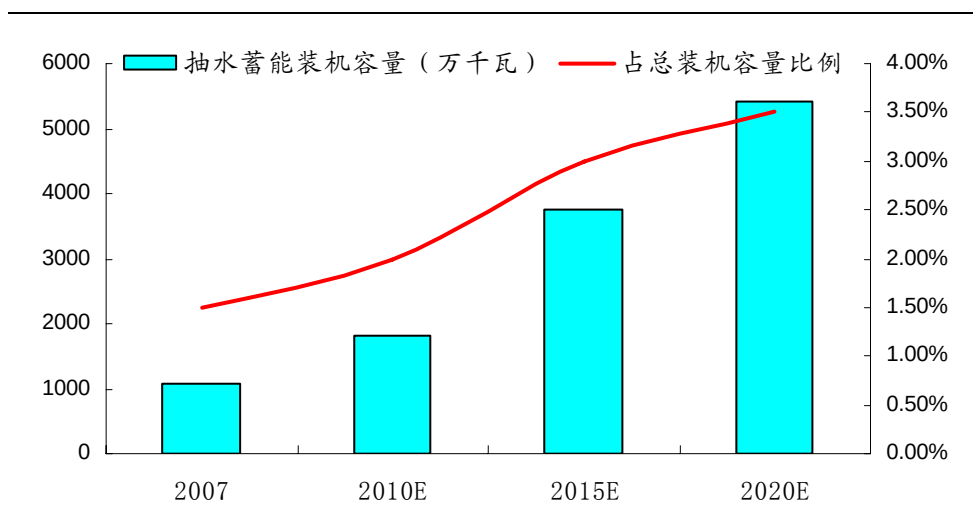
按照国家电力发展和“西电东送”、大型河流开发进程、大中型水电项目规划，我国在 2015 年前大中型水轮发电机组仍将保持快速增长的态势，2005-2010 年和 2010-2015 年新增大中型机组装机容量较 2000-2005 年间预计将增长一倍以上。2015-2020 年后需求预计将出现回落，但预计仍将高于 2000-2005 期间的水平。根据已经规划的十三大水电建设基地，总装机容量将达到 2.75 亿千瓦，和该预测差不多，因此，水电设备尤其是大中型水电设备市场的需求十分向好，其周期性并不明显。

另外，由于我国水力资源在各水头、流量范围分布广泛，因此各类水轮发电机组——贯流式机组、轴流式机组、混流式机组各自均有较大的市场需求空间。

## 2. 抽水蓄能电站受益核电建设高潮

抽水蓄能电站是利用电网非峰荷时期的剩余电力进行蓄水储能，在电网峰荷时期放水发电，调节用电不均的状况，具有良好的调峰填谷、保证电网稳定运行的作用。随着我国核电建设的大力发展以及火电中大容量、高参数机组比重的逐步增加，抽水蓄能电站的建设高峰即将到来。从已规划的抽水蓄能水电站规模计算，未来 15 年中国将建设 30,000MW~40,000MW 的抽水蓄能水电站，按照目前国内抽水蓄能电站每千瓦 5,000 元的造价，共有 1500 亿~2000 亿的投资；其中抽水蓄能机组约占投资的 40%，即 600~800 亿元，市场空间巨大。我国抽水蓄能机组制造水平起步较晚，目前已经建成的大型抽水蓄能电站机组均为进口设备。抽水蓄能机组是未来国内水轮发电机组行业发展的重要方向。

图 2 我国抽水蓄能电站装机预测



资料来源：东方证券研究所

## 3. 公司竞争优势明显

### 3.1 专业化生产中大型水电设备的公司

公司是国内唯一一家专业化生产中大型水电设备的公司,收入基本全部来自于水电设备生产,近年来市场分额不断提升,目前大约为 10%左右, 排名第五。公司产品贯流式机组、轴流式机组、混流式机组为共线生产, 所使用之生产设施相同, 具体所生产的机组类型依据公司所承接的合同确定。因此, 公司的每一类型机组产能表示为若只生产此类型机组, 公司当年可生产之机组合计容量。同时公司产能还体现于能够制造的各类型机组的最大单机容量。伴随近三年公司设计和制造能力的提升, 公司可制造的各类型机组单机容量得到大幅提高, 目前公司已具备了提供单机容量 400MW 以下的混流式机组、200MW 以下轴流式机组和 40MW 以下的贯流式机组的成熟制造能力。

公司将在 2011 年完成新厂区的达产, 建立具有国内同行业一流厂房、设备能力的水轮发电机组制造基地, 全面提升加工工艺和产能, 提升产品性能和质量, 达到国际先进水平。2011 年募集资金项目达产后, 新增 830MW 大中型水轮发电机组制造能力, 在 2006 年基础上新增销售收入 9 亿元; 贯流式机组、轴流式机组具备世界一流的技术水平、制造能力和市场地位, 混流式机组方面成为国内大型机组的供应商之一, 发挥潮汐机组国际先进的技术、制造优势, 成为世界一流的潮汐机组制造商。

### 3.2 公司技术实力来自于强大的研发支持

公司通过与东芝水电的合作中完成了最初的技术积累, 后来又与俄罗斯动力机械股份公司、奥地利安德利茨公司等公司建立了稳定的合作关系, 尤其是 2005 年和 2008 年分别与俄罗斯动力机械股份公司、挪威 Rainpower 公司签署《全面合作协议》, 使得公司成为两家外资公司在国内的排他性合作伙伴, 这种深度合作不仅有利于公司的市场开拓, 而且有利于提升公司自身研发能力。

公司的技术实力来自于强大的研发支持,近三年来公司研发支出费用占比均超过 3%。公司最初的技术来源是与外资公司的联合竞标, 其成长性体现了我国水电设备行业“用市场换技术”的发展历程,公司先后与东芝水电以及奥地利安德里茨公司联合竞标湖南筱溪电站和贵州挂治电站项目,在联合投标的过程中积累了大中型轴流机组制造的丰富经验。目前公司最为重要的对外技术合作手段是合作研发, 先后与俄罗斯动力机械股份公司和挪威 Rainpower 公司签署了《全面战略合作协议》, 明确表示公司是对方公司介入中国市场水电项目的排他性合作伙伴。

其中挪威 Rainpower 公司是世界顶级的水轮发电机研发机构, 其前身最早为著名水电设备制造商——卡瓦纳公司的研发机构, 在卡瓦纳被美国 GE 公司收购后, 并入 GE 的水电设备研发部门, 2007 年 GE 全球范围内退出水电业务后, 该部门被收购成为独立的研发机构。Rainpower 公司承继了卡瓦纳及 GE 的水轮机研发技术, 在诸如大容量级混流式及抽水蓄能机组等的研发上具有世界领先优势。公司与 Rainpower 公司合作后, Rainpower 公司将应公司需求提供研发服务, 并将相关设计图纸等技术资料以收取技术转让费的方式向本公司转让, 技术转让费标准为合作项目合同金额的 10%, 但单个项目技术转让费总额不超过 1000 万挪威克朗(约合人民币 1200 万元), 不低于 800 万挪威克朗(约合人民币 1000 万元), 可以说公司以极低的成本获得了以后公司发展过程中的研发支持,这将成为公司未来竞争中胜出的重要砝码。深度合作不仅有利于公司的市场开拓, 而且有利于提升公司自身研发能力。

公司的未来的竞争力除了传统的水电设备,还有潮汐发电和抽水蓄能。公司通过中标韩国 SIHWA 潮汐电站项目 10 台 26 MW 灯泡式贯流机组进入该领域, 显示了公司的竞争实力; 公司在抽水蓄能项目上技术储备丰富,未来前景可期。从实际运行情况来看, 国内抽水蓄能市场启动可能要快于潮汐发电, 两块业务的前景都值得期待, 尤其是常规水电投资出现回落以后。

## 4. 估值与投资建议

我们一直认为, 水电作为可再生能源中成本为低廉的发电方式, 其周期性并不强, 而且公司过去几年所体现出来的成长性足以与新能源公司相媲美, 我们有理由相信公司未来的高成长速度将依然保持, 根据我们的测算, 09-11 年的 EPS 将分别达到 0.93 元、1.30 元和 1.60 元, 复合增长率超过 30%, 我们认为合理估值为 2010 年 30 倍 PE, 我们维持公司的“买入”评级, 并上调目标价至 39 元。

## 5. 风险因素

### 5.1 原材料涨价超出预期

### 5.2 我国水电发展或者公司的市场开拓能力低于预期

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 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        |
| <b>流动资产</b>    | 1054 | 1146  | 1513  | 1922  | <b>营业收入</b>     | 754         | 825          | 1155         | 1485         |
| 现金             | 475  | 631   | 728   | 936   | 营业成本            | 555         | 594          | 837          | 1084         |
| 应收账款           | 219  | 209   | 307   | 389   | 营业税金及附加         | 5           | 7            | 9            | 11           |
| 其它应收款          | 16   | 22    | 28    | 37    | 营业费用            | 7           | 11           | 12           | 15           |
| 预付账款           | 179  | 83    | 168   | 196   | 管理费用            | 67          | 70           | 98           | 126          |
| 存货             | 136  | 119   | 167   | 217   | 财务费用            | 2           | -11          | -8           | -9           |
| 其他             | 29   | 81    | 114   | 146   | 资产减值损失          | 7           | 6            | 7            | 6            |
| <b>非流动资产</b>   | 326  | 549   | 824   | 821   | 公允价值变动收         | 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  | 359   | 565   | 661   | <b>营业利润</b>     | 110         | 149          | 201          | 251          |
| 无形资产           | 29   | 29    | 29    | 29    | 营业外收入           | 22          | 10           | 20           | 38           |
| 其他             | 73   | 160   | 230   | 130   | 营业外支出           | 2           | 2            | 2            | 3            |
| <b>资产总计</b>    | 1380 | 1694  | 2338  | 2742  | <b>利润总额</b>     | 131         | 157          | 219          | 287          |
| <b>流动负债</b>    | 555  | 736   | 1193  | 1369  | 所得税             | 11          | 24           | 33           | 57           |
| 短期借款           | 0    | 0     | 166   | 50    | <b>净利润</b>      | 120         | 134          | 186          | 229          |
| 应付账款           | 198  | 107   | 151   | 195   | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 357  | 629   | 877   | 1123  | <b>归属于母公司净</b>  | 120         | 134          | 186          | 229          |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 130         | 152          | 217          | 276          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.84        | 0.93         | 1.30         | 1.60         |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 555  | 736   | 1193  | 1369  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 股本             | 143  | 143   | 143   | 143   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 504  | 504   | 504   | 504   | 营业收入            | 56.4%       | 9.4%         | 40.0%        | 28.6%        |
| 留存收益           | 178  | 311   | 497   | 727   | 营业利润            | 39.7%       | 34.7%        | 34.9%        | 25.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 825  | 958   | 1144  | 1374  | 归属于母公司净利        | 48.8%       | 11.2%        | 39.2%        | 23.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1380 | 1694  | 2338  | 2742  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 26.4%       | 28.0%        | 27.5%        | 27.0%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 15.9%       | 16.2%        | 16.1%        | 15.5%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 14.6%       | 13.9%        | 16.2%        | 16.7%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 33.4%       | 42.0%        | 33.2%        | 49.7%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 40.2%       | 43.4%        | 51.0%        | 49.9%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.90        | 1.56         | 1.27         | 1.40         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.65        | 1.40         | 1.13         | 1.25         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.71        | 0.54         | 0.57         | 0.58         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 4           | 4            | 4            | 4            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.07        | 3.89         | 6.50         | 6.27         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益            | 0.84        | 0.93         | 1.30         | 1.60         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流         | 0.01        | 2.68         | 1.56         | 2.40         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产           | 5.76        | 6.69         | 7.99         | 9.59         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 35.81       | 32.22        | 23.14        | 18.75        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 5.21        | 4.49         | 3.76         | 3.13         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 29          | 25           | 18           | 14           |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

**邹慧：电力设备行业资深分析师**

**曾朵红：电力设备行业分析师**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。



#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)