



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

**公司动态**  
研究报告

2010 年 3 月 16 日

小盘股

研究部

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207120069  
zenglb@cicc.com.cn

朱亚锋

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208030079  
zhuyf@cicc.com.cn

审慎推荐

浙富股份(002266.CH)

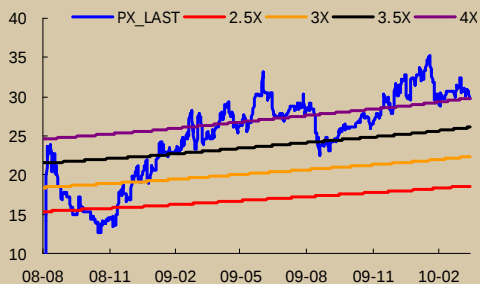
09 年业绩符合预期

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

| (百万元)   | 2010E |       |      | 2011E |       |     |
|---------|-------|-------|------|-------|-------|-----|
|         | 调整前   | 调整后   | 幅度   | 调整前   | 调整后   | 幅度  |
| 主营收入    | 1,174 | 1,007 | -14% | 1,460 | 1,326 | -9% |
| 主营利润    | 324   | 292   | -10% | 392   | 376   | -4% |
| 净利润     | 174   | 159   | -9%  | 215   | 202   | -6% |
| EPS (元) | 1.22  | 1.11  | -9%  | 1.50  | 1.41  | -6% |

资料来源: 中金公司研究部

### 公司动态:

浙富股份公布 09 年年报, 09 年收入、净利润同比分别增 10%、6%, 录得每股收益 0.89 元, 符合我们预期。公司拟每 10 股派 2.3 元。

### 评论:

公司 09 年订单承接遭遇行业严冬, 但毛利率改善是业绩亮点。受水电开发市场招投标节奏因金融危机及审批流程增多而放缓的不利影响, 公司 09 年新签订单同比下降 49% 至 3.9 亿元。不过, 由于公司在手订单充足而 09 年新建产能部分释放, 公司 09 年收入仍实现了 10% 的同比增长至 8.32 亿元, 同时, 受益于较低的钢价水平和良好的成本控制, 毛利率同比显著改善 4.4% 至 30.7%, 这也使得公司在因新签订单不理想导致的应收款余额及坏账计提大幅攀升的不利因素影响下, 净利润仍实现了 6% 的同比增长。

2010 年: 水电招投标市场步入复苏, 公司业绩增速回升仍具坚实基础。我国鼓励发展大中型水电项目(如十三大水电基地)的政策基调近期已多次得到重申, 随着水电开发市场审批流程增多的负面影响在 2008~09 年的充分体现, 预期国内水电市场 2010 年将步入持续复苏期; 公司层面上, 尽管公司 09 年新签订单同比下滑较大, 但公司在手未交付订单仍高达 14 亿元, 募投项目 2010 年也将进一步释放产能, 2010~11 年收入、业绩增长仍存在保障。

期待 2010 年抽水蓄能、潮汐发电等新业务获实质性进展。国内自主的潮汐电站、蓄水蓄能电站市场 2H09 已分别在浙江、广东两省启动, 尽管公司未能在两类业务的首个项目上夺标, 但鉴于该两类业务市场容量 2010 年起有望加速增长且长期前景广阔, 而公司从技术实力、项目业绩及企业机制等环节都仍位列市场前列, 我们仍维持对公司新业务的看好, 并建议投资者 2010 年对此仍予以积极关注。

### 盈利预测调整:

考虑到公司 09 年签单下滑将对 2010~11 年收入增长的不利影响, 我们适度下调公司 2010~11 年收入分别 14%、9%, EPS 预测分别 9% 和 6%。

### 投资建议:

我们调整后 2010~2011 年 EPS 预测分别 1.11 元和 1.41 元, 公司当前股价对应市盈率分别 27x、21x, 考虑公司抽水蓄能、潮汐发电等新业务前景乐观, 我们维持审慎推荐评级。

### 风险因素:

新业务获取订单晚于预期; 水电开发市场复苏停滞; 大盘下跌导致市场估值水平下降。

图表 4：分季度业绩

| (百万元)     | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08   | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  | YoY     | QoQ     | 2008A | 2009A | YoY     |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|---------|
| 主营业务收入    | 146.1 | 157.6 | 203.2 | 247.1  | 131.6 | 212.1 | 156.7 | 331.6 | 34.2%   | 111.7%  | 754.0 | 832.0 | 10.4%   |
| 主营业务成本    | 108.0 | 111.8 | 149.3 | 186.0  | 94.3  | 151.8 | 112.7 | 217.3 | 16.8%   | 92.8%   | 555.1 | 576.2 | 3.8%    |
| 主营业务税金及附加 | 0.1   | 0.3   | 1.5   | 2.8    | 0.9   | 1.1   | 0.9   | 5.2   | 83.1%   | 471.5%  | 4.7   | 8.1   | 72.6%   |
| 主营业务利润    | 38.1  | 45.5  | 52.4  | 58.3   | 36.5  | 59.2  | 43.0  | 109.1 | 87.2%   | 153.6%  | 194.2 | 247.8 | 27.6%   |
| 营业费用      | 0.6   | 0.7   | 0.4   | 5.5    | 2.4   | 0.3   | 3.5   | 7.6   | 38.0%   | 118.3%  | 7.2   | 13.7  | 90.1%   |
| 管理费用      | 19.4  | 7.2   | 18.3  | 22.3   | 13.9  | 14.5  | 13.5  | 40.2  | 80.4%   | 198.5%  | 67.0  | 82.1  | 22.5%   |
| 财务费用      | 0.9   | 1.1   | 0.3   | -0.1   | -0.4  | 0.4   | -7.9  | -1.1  | 2163.7% | -85.7%  | 2.2   | -9.1  | -512.7% |
| 资产减值损失    | -     | 2.5   | 2.8   | 1.6    | -     | 3.1   | 4.6   | 22.7  | 1310.7% | 396.6%  | 7.2   | 30.4  | 319.4%  |
| 投资收益      |       |       |       | -0.1   | -     | -0.5  | -0.1  | 0.3   | -558.1% | -451.8% | -0.1  | -0.2  | 242.2%  |
| 营业利润      | 17.2  | 34.0  | 30.5  | 28.8   | 20.6  | 40.6  | 29.3  | 40.0  | 38.7%   | 36.4%   | 110.4 | 130.5 | 18.2%   |
| 营业外收入     | 4.2   | 13.3  | 0.4   | 4.3    | 2.6   | 3.4   | 0.8   | 6.8   | 57.1%   | 788.1%  | 22.2  | 13.6  | -38.6%  |
| 营业外支出     | 0.2   | 0.7   | 0.1   | 0.7    | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | -52.9%  | 17.7%   | 1.6   | 1.3   | -18.1%  |
| 利润总额      | 21.2  | 46.7  | 30.8  | 32.4   | 22.8  | 43.8  | 29.8  | 46.5  | 43.2%   | 55.9%   | 131.0 | 142.8 | 9.0%    |
| 所得税       | 5.3   | 11.2  | 3.6   | -9.2   | 3.4   | 6.6   | 4.4   | 1.2   | -112.9% | -73.1%  | 10.9  | 15.6  | 43.0%   |
| 少数股东权益    | -     | 0.0   | -0.0  | 0.0    | -     | -     | -0.0  | -0.0  | -117.9% | -39.0%  | 0.0   | -0.0  | -147.3% |
| 净利润       | 15.9  | 35.5  | 27.2  | 41.6   | 19.4  | 37.2  | 25.4  | 45.3  | 8.8%    | 78.3%   | 120.1 | 127.3 | 6.0%    |
| 每股收益(元)   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.3    | 0.1   | 0.3   | 0.2   | 0.3   | 8.8%    | 78.3%   | 0.8   |       | -100.0% |
| 毛利率       | 26.1% | 29.1% | 26.5% | 24.7%  | 28.4% | 28.4% | 28.0% | 34.5% | 9.7%    | 6.4%    | 26.4% | 30.7% | 4.4%    |
| 营业费用率     | 0.4%  | 0.4%  | 0.2%  | 2.2%   | 1.8%  | 0.1%  | 2.2%  | 2.3%  | 0.1%    | 0.1%    | 1.0%  | 1.6%  | 0.7%    |
| 管理费用率     | 13.3% | 4.6%  | 9.0%  | 9.0%   | 10.6% | 6.8%  | 8.6%  | 12.1% | 3.1%    | 3.5%    | 8.9%  | 9.9%  | 1.0%    |
| 营业利润率     | 11.8% | 21.6% | 15.0% | 11.7%  | 15.6% | 19.2% | 18.7% | 12.1% | 0.4%    | -6.7%   | 14.6% | 15.7% | 1.0%    |
| 净利润率      | 10.9% | 22.5% | 13.4% | 16.8%  | 14.7% | 17.5% | 16.2% | 13.7% | -3.2%   | -2.6%   | 15.9% | 15.3% | -0.6%   |
| 有效税率      | 25.2% | 23.9% | 11.7% | -28.3% | 15.0% | 15.0% | 14.8% | 2.5%  | 30.9%   | -12.2%  | 8.3%  | 10.9% | 2.6%    |

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

| 浙富股份<br>002266 损益表 (人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                            | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 销售收入                       | 277   | 482   | 754   | 832   | 1,007 | 1,326 |
| 销售成本                       | -216  | -351  | -555  | -576  | -705  | -937  |
| 营业费用                       | -12   | -10   | -7    | -14   | -15   | -20   |
| 管理费用                       | -18   | -35   | -67   | -112  | -91   | -119  |
| EBIT                       | 30    | 84    | 120   | 122   | 187   | 237   |
| EBITDA                     | 37    | 95    | 137   | 145   | 209   | 262   |
| 财务费用                       | -1    | -1    | -2    | 9     | -6    | -6    |
| 投资收益                       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他损益项                      | 2     | 12    | 21    | 12    | 6     | 6     |
| 所得税                        | -3    | -10   | -11   | -16   | -28   | -36   |
| 少数股东损益                     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于股东的净利润                  | 25    | 81    | 120   | 127   | 159   | 202   |

| 浙富股份<br>002266 资产负债表 (人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                              | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 现金                           | 125   | 174   | 475   | 375   | 583   | 572   |
| 应收帐款                         | 58    | 123   | 219   | 630   | 763   | 1,005 |
| 预付帐款                         | 59    | 49    | 179   | 21    | 26    | 34    |
| 存货                           | 22    | 125   | 136   | 159   | 174   | 231   |
| 其他流动资产                       | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 流动资产                         | 277   | 536   | 1,054 | 1,200 | 1,584 | 1,893 |
| 固定资产                         | 122   | 186   | 284   | 390   | 470   | 547   |
| 长期投资                         | -     | -     | 10    | 13    | 13    | 13    |
| 其他长期资产                       | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 长期资产                         | 129   | 214   | 326   | 442   | 520   | 595   |
| 资产总额                         | 406   | 750   | 1,380 | 1,643 | 2,105 | 2,488 |
| 短期借款                         | 15    | 45    | -     | 150   | 150   | 150   |
| 各项应付款                        | 83    | 94    | 248   | 365   | 307   | 395   |
| 应交税费                         | 4     | -10   | 2     | 34    | 42    | 56    |
| 应付职工薪酬                       | 1     | 0     | 6     | 6     | 7     | 10    |
| 其他流动负债                       | 259   | 397   | 305   | 164   | 559   | 691   |
| 流动负债                         | 361   | 525   | 555   | 714   | 1,058 | 1,292 |
| 长期借款                         | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 其他长期负债                       | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 长期负债                         | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 负债总额                         | 361   | 525   | 555   | 714   | 1,058 | 1,292 |
| 少数股东权益                       | -     | 9     | -     | 10    | 10    | 10    |
| 股本                           | 12    | 107   | 143   | 143   | 143   | 143   |
| 公积金及未分配利润                    | 32    | 109   | 682   | 776   | 894   | 1,043 |
| 股东权益                         | 45    | 216   | 825   | 919   | 1,037 | 1,186 |
| 负债及股东权益                      | 406   | 750   | 1,380 | 1,643 | 2,105 | 2,488 |

| 浙富股份<br>002266 现金流量表 (人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                              | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 净利润                          | 25    | 81    | 120   | 127   | 159   | 202   |
| 折旧/摊销                        | 7     | 11    | 17    | 22    | 22    | 25    |
| 运营资本变化                       | 80    | -76   | -141  | -239  | 168   | -86   |
| 其他项                          | -73   | 12    | 6     | -135  | 6     | 6     |
| 经营活动现金流                      | 39    | 28    | 2     | -224  | 355   | 147   |
| 固定资产投资                       | -54   | -121  | -164  | -81   | -100  | -100  |
| 其他投资活动                       | 3     | 2     | 1     | 8     | -     | -     |
| 投资活动现金流                      | -51   | -119  | -163  | -73   | -100  | -100  |
| 股权融资                         | -     | 100   | 504   | 10    | -     | -     |
| 借款变动                         | 16    | 30    | -47   | 159   | -     | -     |
| 其他融资活动                       | -1    | -1    | -2    | -24   | -47   | -58   |
| 融资活动现金流                      | 15    | 129   | 455   | 145   | -47   | -58   |
| 现金(等价物)变化                    | 3     | 38    | 294   | -150  | 208   | -11   |

| 历史股价表现    |       |     |          |     |       |     |
|-----------|-------|-----|----------|-----|-------|-----|
|           | 1周    | 1月  | 1季度      | 半年  | 1年    | 2年  |
| (%)       | -4%   | -3% | -9%      | 18% | 21%   | N/A |
| 行业板块      | 资本货物  |     | 二级行业     |     | 电气设备  |     |
| 第一大股东     | 孙毅    |     | 持股比率     |     | 43%   |     |
| 总市值(百万元)  | 4,267 |     | 流通市值(百万) |     | 2,439 |     |
| 发行股数(百万股) | 143   |     | 股票现价(元)  |     | 29.80 |     |

| 成长性分析  |       |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 销售收入   | 182%  | 74%   | 56%   | 10%   | 21%   | 32%   |
| 销售毛利   | 222%  | 115%  | 50%   | 28%   | 18%   | 29%   |
| EBITDA | 214%  | 159%  | 44%   | 6%    | 44%   | 25%   |
| EBIT   | 211%  | 178%  | 42%   | 1%    | 53%   | 27%   |
| 净利润    | 266%  | 218%  | 49%   | 6%    | 25%   | 27%   |

| 盈利能力分析    |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 毛利率       | 21.7% | 26.8% | 25.8% | 29.8% | 29.0% | 28.4% |
| 营业费用率     | 4.2%  | 2.1%  | 1.0%  | 1.6%  | 1.5%  | 1.5%  |
| 管理费用率     | 6.6%  | 7.2%  | 8.9%  | 13.5% | 9.0%  | 9.0%  |
| EBITDA利润率 | 13.3% | 19.8% | 18.2% | 17.4% | 20.8% | 19.8% |
| EBIT利润率   | 10.9% | 17.5% | 15.9% | 14.6% | 18.5% | 17.9% |
| 净利润率      | 9.1%  | 16.7% | 15.9% | 15.3% | 15.8% | 15.2% |

| 偿债能力及杠杆分析 |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 流动比率      | 0.77  | 1.02  | 1.90  | 1.68  | 1.50  | 1.46  |
| 速动比率      | 0.71  | 0.78  | 1.65  | 1.46  | 1.33  | 1.29  |
| 现金比率      | 31%   | 23%   | 34%   | 23%   | 28%   | 23%   |
| 资产负债率     | 89%   | 70%   | 40%   | 43%   | 50%   | 52%   |
| 债务/权益     | 806%  | 243%  | 67%   | 78%   | 102%  | 109%  |
| 净债务/权益    | 246%  | 60%   | 58%   | 24%   | 42%   | 36%   |
| 利息覆盖倍数    | 27    | 33    | 68    | 62    | -16   | 35    |

| 杜邦分析%     |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 净资产收益率    | 56.7% | 37.4% | 14.6% | 13.8% | 15.3% | 17.0% |
| = 总资产收益率  | 6.3%  | 10.8% | 8.7%  | 7.7%  | 7.5%  | 8.1%  |
| × 总资产/净资产 | 9.06  | 3.47  | 1.67  | 1.79  | 2.03  | 2.10  |
| = 销售净利润率  | 9%    | 17%   | 16%   | 15%   | 16%   | 15%   |
| × 资产周转率   | 0.68  | 0.64  | 0.55  | 0.51  | 0.48  | 0.53  |
| × 总资产/净资产 | 9.06  | 3.47  | 1.67  | 1.79  | 2.03  | 2.10  |

| 回报率分析%  |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 投入资本回报率 | 56.7% | 35.8% | 14.6% | 13.7% | 15.2% | 16.9% |
| 资本回报率   | 56.7% | 37.4% | 14.6% | 13.8% | 15.3% | 17.0% |
| 平均资本回报  | 79.2% | 61.9% | 23.1% | 14.6% | 16.2% | 18.1% |

| 每股指标分析  |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 摊薄每股收益  | 0.18  | 0.56  | 0.84  | 0.89  | 1.11  | 1.41  |
| 每股经营性现金 | 0.27  | 0.19  | 0.01  | -1.57 | 2.48  | 1.03  |
| 每股股息    | -     | -     | 0.23  | 0.23  | 0.29  | 0.36  |
| 每股净资产   | 0.31  | 1.51  | 5.76  | 6.42  | 7.24  | 8.28  |

| 估值分析       |       |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
| 市盈率        | 168   | 53    | 36    | 34    | 27    | 21    |
| 市净率        | 95.4  | 19.8  | 5.2   | 4.6   | 4.1   | 3.6   |
| 股价/每股经营现金流 | 110   | 153   | 2155  | -19   | 12    | 29    |
| 红利收益率      | 0.0%  | 0.0%  | 0.8%  | 0.8%  | 1.0%  | 1.2%  |

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

## 北京

**中国国际金融有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

**中国国际金融有限公司上海分公司**  
上海市陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5888-8976

## 香港

**中国国际金融香港证券有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 香港

**中国国际金融香港资产管理有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 新加坡

**中国国际金融（新加坡）有限公司**  
新加坡百得利路6号39层4号  
邮编: 049909  
电话: (65) 6572-1999  
传真: (65) 6327-1278

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9235

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B  
邮编: 200020  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1180

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城  
欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86571) 8849-8000  
传真: (86571) 8735-7743

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (8625) 8316-8988  
传真: (8625) 8316-8397

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (8620) 8396-3968  
传真: (8620) 8516-8198



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。