



资本货物/工业

浙富股份 (002266)

水电行业如期复苏，静待收获期到来

	韩若冰	康凯
	021-38676045	0755-23976023
	hanruobing@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880109054281	S0880209030388

本报告导读：

浙富股份迎来水电行业复苏回暖的黄金机遇，2011 年之后将是收入确定高峰期。

投资要点：

- 水电行业复苏已经确认，未来五年迎来行业发展黄金时代。按照国家能源局最新消息，2020 年我国水电装机容量可能达到 3.8 亿 kW，其中常规水电 3.3 亿 kW，抽水蓄能 5000 万 kW。2010-2015 年平均每年项目招标超过 2000 万 kW。同时，国家发改委已经重启暂停一年多的大水电项目审批工作，未来五年将是水电行业发展的黄金时代。
- 订单至收入的传导时间决定 2011 年之后进入业绩爆发期。公司按照建造合同完成百分比确认收入，收入确认将在 2-3 年内分摊。公司去年结转订单约 14 亿，预计 2010 年全年新增订单达到 9~10 亿元。故公司常规水电设备的收入确认高峰将在 2011 年之后到来。
- 抽水蓄能建设加快，“入场券”尚需等待。风电、核电等清洁能源建设的加快带动抽水蓄能需求提升。抽水蓄能国产化是国家推进方向，为国内水电设备厂商进入提供政治保障。公司已参与商业招标，技术实力和履历资质已不存在障碍，拿到行业入场券只是时间问题。
- 公司募投项目进展顺利，产能释放契合行业机遇。公司募投项目建设顺利，最迟将于 2010 年底全部投产，届时公司产能将获得大幅提升，年产出能力超过 18 亿元。在行业快速回暖的良好契机下，公司业绩弹性巨大。
- 我们预计 2012 年将是公司常规水电业绩爆发期，同时也进入抽水蓄能产出期，我们调整对公司 2010-2012 年 EPS 预测至 1.03、1.30、1.84 元，目前估值分别为 29×、23×、16×。调整评级至谨慎增持。
- 风险提示：水电建设政策，抽水蓄能中标进度。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	754	832	978	1,251	1,772
(+/-)%	56%	10%	17%	28%	42%
经营利润 (EBIT)	120	152	165	199	275
(+/-)%	42%	27%	8%	21%	38%
净利润	120	127	147	186	264
(+/-)%	49%	6%	15%	26%	42%
每股净收益 (元)	0.84	0.89	1.03	1.30	1.84
每股股利 (元)	0.22	0.23	0.23	0.23	0.23

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	15.9%	18.3%	16.9%	15.9%	15.5%
净资产收益率 (%)	14.6%	13.8%	14.2%	15.7%	18.6%
投入资本回报率 (%)	32.4%	19.6%	30.5%	27.7%	30.7%
EV/EBITDA	27.5	23.0	18.7	15.3	11.0
市盈率	35.3	33.4	28.9	22.8	16.1
股息率 (%)	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：增持

目标价格：34.00

上次预测：38.00

当前价格：29.65

2010.07.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.48-35.40
总市值 (百万元)	4,246
总股本/流通 A 股 (百万股)	143/66
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	46%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	33

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	930
每股净资产	6.50
市净率	4.6
净负债率	23%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.14	0.08
Q2	0.26	0.27
Q3	0.18	0.30
Q4	0.32	0.38
全年	0.89	1.03

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	7%	5%
相对指数	11%	17%	27%

相关报告

《水电前景向好，调整后风光无限》	2010.03.16
《平淡中酝酿转机》	2010.02.01
《订单充足，增长明确》	2009.03.10

模型更新时间: 2010.07.27

股票研究

工业
资本货物

浙富股份 (002266)

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 34.00

上次预测: 38.00

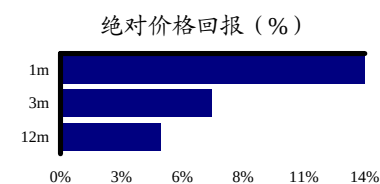
当前价格: 29.65

公司网址

www.zhefu.cn

公司简介

公司是目前中国最大的高科技民营大中型水电设备专业制造商,具有完善的全面质量管理体系,公司投入巨资引进了“高、精、尖”顶级数控加工设备100多台套,年生产能力达18亿元。随着三阶段高新技术生产线的竣工投产,具备了生产规模更大、动力更强、等级更高的水轮发电机组以及其它水电设备部件,产能大幅提升,积累了向中国乃至全球客户提供150多台套大中型机组的经营业绩和丰富经验。2006年公司开始了国际化经营的探索,在国际市场开拓推广自主品牌,成为中国国



52 周价格范围

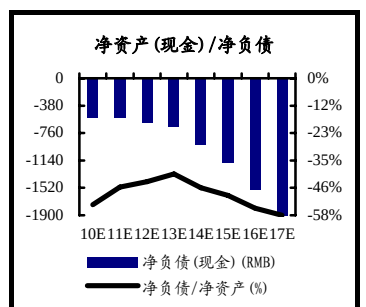
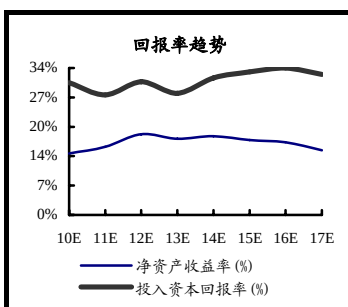
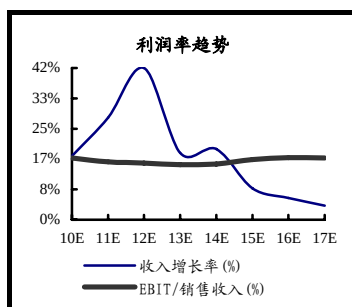
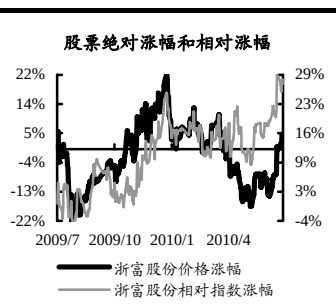
22.48-35.40

市值 (百万)

4,246

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	832	978	1,251	1,772	2,096	2,504	2,720	2,884	2,997
营业成本	576	702	907	1,293	1,543	1,833	1,960	2,065	2,147
税金及附加	8	8	9	14	16	19	21	22	23
营业费用	14	14	19	27	32	38	42	44	46
管理费用	82	89	116	163	189	230	248	262	274
EBIT	152	165	199	275	316	384	449	490	508
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2	2	2	2	2
财务费用	-9	2	-3	-3	-1	-3	-6	-8	-10
营业利润	131	151	192	272	306	381	434	500	513
所得税	16	18	23	32	36	45	51	58	60
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	127	147	186	264	296	365	415	477	492
资产负债表									
货币资金	375	549	542	642	743	933	1,189	1,564	1,920
其他流动资产	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	13	13	13	13	13	13	13	13
固定资产	390	532	675	845	1,038	1,181	1,310	1,426	1,527
无形资产	32	35	39	42	45	48	51	54	57
资产总计	1,643	1,840	2,093	2,710	3,263	3,821	4,248	4,917	5,342
流动负债	714	797	897	1,282	1,570	1,793	1,833	2,052	2,013
长期负债	0	0	0	1	3	6	10	15	21
股东权益	919	1,033	1,186	1,417	1,680	2,013	2,395	2,839	3,299
投入资本 (IC)	692	481	641	797	1,002	1,083	1,213	1,287	1,396
现金流量表									
NOPLAT	135	147	177	245	281	342	400	437	452
折旧摊销	23	33	43	55	68	82	96	110	124
流动资金增量	-267	330	-26	10	-22	57	-21	44	-11
资本支出	-81	-163	-172	-204	-236	-199	-196	-193	-189
自由现金流	-189	347	22	106	90	282	279	398	376
经营现金流	-224	490	196	310	329	483	479	593	570
投资现金流	-73	-161	-170	-202	-234	-197	-194	-191	-187
融资现金流	145	-155	-33	-9	6	-96	-29	-28	-27
现金及等价物	-152	175	-7	100	100	190	257	375	356
财务指标									
成长性									
营业收入增长率	10.4%	17.5%	28.0%	41.6%	18.3%	19.4%	8.6%	6.0%	3.9%
EBIT增长率	26.7%	8.4%	20.8%	38.1%	14.9%	21.5%	17.1%	9.1%	3.5%
净利润增长率	6.0%	15.5%	26.5%	42.0%	12.3%	23.3%	13.7%	14.9%	3.1%
利润率									
毛利润率	30.7%	28.2%	27.5%	27.0%	26.4%	26.8%	27.9%	28.4%	28.4%
EBIT率	18.3%	16.9%	15.9%	15.5%	15.1%	15.3%	16.5%	17.0%	16.9%
净利率	15.3%	15.0%	14.9%	14.9%	14.1%	14.6%	15.3%	16.5%	16.4%
收益率									
净资产收益率 (ROE)	13.8%	14.2%	15.7%	18.6%	17.6%	18.2%	17.3%	16.8%	14.9%
总资产收益率 (ROA)	7.7%	8.0%	8.9%	9.7%	9.1%	9.6%	9.8%	9.7%	9.2%
投入资本回报率 (ROIC)	19.6%	30.5%	27.7%	30.7%	28.1%	31.6%	33.0%	33.9%	32.4%
运营能力									
存货周转率	94	90	90	91	100	94	95	96	95
应收账款周转率	186	180	100	90	100	100	100	100	100
总资产周转率	663	650	37	64	48	41	29	42	26
净利率	-1.76	3.34	1.05	1.18	1.11	1.32	1.15	1.24	1.16
资本支出/营业收入	-10%	-17%	-14%	-12%	-11%	-8%	-7%	-7%	-6%
偿债能力									
资产负债率	43.4%	43.3%	42.9%	47.4%	48.2%	47.1%	43.4%	42.1%	38.1%
净资产负债率	-24.4%	-53.1%	-45.7%	-43.5%	-40.2%	-46.0%	-49.2%	-54.6%	-57.6%
估值比率									
P/E	33.4	28.9	22.8	16.1	14.3	11.6	10.2	8.9	8.6
P/B	4.6	4.1	3.6	3.0	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	23.0	18.7	15.3	11.0	9.3	7.1	5.6	4.5	3.7
P/S	5.1	4.3	3.4	2.4	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



1. 水电行业复苏已经确认,未来五年迎来行业发展黄金时代。

按照国家能源局最新消息,为兑现我国 2020 年非化石能源占一次能源消费 15%的承诺,2020 年我国水电装机容量可能达到 3.8 亿 kW,其中常规水电 3.3 亿 kW,抽水蓄能 5000 万 kW。而 2007 年可再生能源中长期发展规划中水电发展目标为 3 亿 kW,截至 2009 年底,国内水电装机容量为 1.97 亿 kW。由于大型水电项目均需要 5 年甚至更长的建设期,因此为完成建设目标,2010-2015 年之 1.3 亿 kW 水电项目必须完成水电项目招标开建,平均每年项目招标超过 2000 万 kW。由于移民动迁、生态环境保护等诸多方面压力,2007~2009 年国内水电行业发展缓慢,三年年均水电招标约为 500kW。

6 月底,国家发改委已经重启暂停一年多的大水电项目审批工作,金沙江上游两个因环评问题而叫停的大型水电项目已经获批复工。这正是国内水电行业复苏并进入纠错式增长期的确定性信号。未来五年将是水电行业发展的黄金时代。

2. 订单传导至收入确认一般需要约 1 年时间

水电设备建造周期一般约为 2~3 年时间,公司按照建造合同完成百分比确认收入,收入确认将在 2~3 年内分摊。因此订单高峰传导至收入确认高峰将需要 1~2 年左右的时间。

公司去年结转订单约 14 亿。在行业复苏背景之下,按照公司上半年新接订单情况,我们维持年初的判断,预计 2010 年全年新增订单达到 9~10 亿元。故公司常规水电设备的收入确认高峰将在 2011 年之后到来。

3. 抽水蓄能建设加速,积极争取行业入场券

随着我国风电、核电等清洁能源建设的加快,电网的安全高效运行问题亟待落实。在电网负载中心附近修建抽水蓄能电站成为电力需求调峰和保障电网安全的重要方式。根据国家电网规划,到 2015 年和 2020 年,国内抽水蓄能电站将分别达到 2900 万 kW 和 5000kW。2009 年底抽水蓄能容量 1500~1600 万 kW,因此 2010~2015 年、2016~2020 年新增抽水蓄能电站建设分别为 1400 万 kW 和 2100 万 kW。按目前 800~1000 元/kW 的设备投资价格,今后两个 5 年之中,抽水蓄能市场年需求额分别为 28 亿、42 亿元。而如果国内风电、核电建设速度超过之前预期,抽水蓄能的配套需求依然有较大的提升空间。

公司目前与 rainpower 等国外知名水电设备保持密切的技术合作关系,技术储备工作到位,已经掌握项目设计和建设技术基础,具备承接抽水蓄能电站工程的必备实力。

国家积极推动重大装备制造的国产化，而抽水蓄能作为水电设备中技术难度最高的领域，其国产化进程始终是国家战略方向，这就给国内水电设备厂商进入该领域提供了政治保障。

2010 年上半年，在国内首座商业化公开招标的抽水蓄能项目广东清远电站的招标中，公司已与东电、哈电，以及东芝、阿尔斯通等国外水电巨头同台参与竞标，技术实力和履历资质已不存在障碍。我们预计 2011 年公司有望进入抽水蓄能市场，为公司发展开启更大的空间。

表 1: 公司分业务收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
常规水电设备						
销售收入 (百万元)	754	832	978	1,251	1,727	1,934
国内销售	566	775	835	1,065	1,488	1,618
国外销售	188	55	143	186	239	316
增长率 (%)	56.35%	10.35%	17.50%	28.00%	38.00%	12.00%
毛利率 (%)	26.37%	30.75%	28.20%	27.50%	27.50%	27.40%
抽水蓄能设备						
销售收入 (百万元)					45	162
增长率 (%)						260.00%
毛利率 (%)					8.00%	14.00%
合计						
销售收入 (百万元)	754	832	978	1,251	1,772	2,096
增长率 (%)	56.35%	10.35%	17.50%	28.00%	41.60%	18.30%
毛利率 (%)	26.37%	30.75%	28.20%	27.50%	27.00%	26.36%

数据来源: 国泰君安证券

表 2: 国内抽水蓄能电站在建项目

电站名称	所在省份	装机容量 (MW)	台数	单机容量 (MW)
蒲石河	辽宁	1200	4	300
响水涧	安徽	1000	4	250
呼和浩特	内蒙古	1200	4	300
深圳	广东	1200	4	300
仙游	福建	1200	4	300
洪屏	江西	1200	4	300
清远	广东	1280	4	320
合计		8280		

数据来源: 国泰君安证券

表 3: 国内抽水蓄能电站拟建项目

电站名称	所在省份	装机容量 (MW)	台数	单机容量 (MW)
仙居	浙江	1500	4	375
荒沟	黑龙江	1200	4	300

文登	山东	1800	6	300
桃花寺	天津	1000	4	250
天池	河南	1200	4	300
五华	广东	2400	8	300
东江	湖南	500		
丰宁	河北	1800	6	300
溧阳	江苏	1500	6	250
桓仁	辽宁	800	4	200
蟠龙	重庆	1200	4	300
天荒坪二期	浙江	2100	6	350
清原	辽宁	1500	4	375
马山	江苏	700	2	350
徂徕山	山东	1800	6	300
乌龙山	浙江	2400	8	300
伍员山	江苏	1500		
宝泉二期	河南	1200	4	300
竹海	江苏	1800	6	300
永泰	福建	1200	4	300
敦化	吉林	1200	4	300
阳江	广东	2400	6	400
板桥峪	北京	1000	4	250
合计		33700		

数据来源：国泰君安证券

作者简介:**韩若冰:**

男，清华大学材料科学与工程专业，工学博士。2008 年进入国泰君安证券，从事电力设备、新能源设备行业研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		