

浙富股份(002266.sz)

最受益行业景气好转的水电设备制造商

谢军 研究员	张小东 研究助理
电话: 020-87555888-661	电话: 020-87555888-665
eMail: xj@gf.com.cn	eMail: zxd2@gf.com.cn
袁斌 研究助理	曾维强 研究助理
电话: 13823372423	电话: 020-87555888-404
eMail: yb9@gf.com.cn	eMail: zwq3@gf.com.cn

水电行业“V”型反转，开始步入建设高峰期

为确保实现我国在2020年非化石能源消费占能源消费15%的承诺目标。2020年我国水电年发电量必须要达到1.15万亿千瓦时，考虑水电项目的建设周期，这就意味着在2010-2015年这几年中，我国需要开工水电装机1.2亿千瓦以上。也就是说，未来5年的年复合增长率将超过20%以上。

订单“V”型恢复，业绩或呈“U”型反转

虽然2010年上半年订单已经超过2009年全年，但考虑交货周期的滞后性，我们认为公司业绩在2010年上半年走出最低点开始反转后，更多呈现的是“U”型反转，而不是“V”型反转。

抽水蓄能前景广阔，静待市场订单突破

根据规划，2020年前抽水蓄能将实现5000万千瓦的装机。整个市场容量将接近700亿元。公司积极参加抽水蓄能订单招标，取得市场突破将是指日可待的事情。

盈利预测与投资建议

经过测算，未来三年的EPS分别为：1.02元、1.19元和1.48元。对应的PE分别是29.5、25和20。目前股价基本符合未来6个月的业绩增长。所以我们暂时给予“持有”评级。考虑整个水电行业的持续转好，并进入发展高峰期，以及公司未来在新能源领域的可能的超预期收益，我们强烈建议积极关注，并在合适时点买入。

风险提示：

水电订单获取低于预期

公司评级

持有

当前价格(元)	30.09
目标价格(元)	31.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.69%	4.73%	5.46%
沪深 300	2.73%	-9.57%	-24.91%

股票数据

总股本(万股)	14,319.00
流通 A 股(万股)	6,624.75
主要股东:	孙毅
主要股东持股比例	42.85%
流通 A 股比例	46.27%

财务比率

ROE	13.85%
ROA	8.85%
资产负债率	43.45%
每股净资产(元)	6.42
2009 年报数据。	

水电行业“V”型反转，步入建设高峰期

水电行业走出低谷，进入黄金发展阶段

受移民、环保等因素影响，国内水电在2007年几乎进入一个冰冻期。发改委审批核准的水电项目容量锐减。“十一五”规划中的预计核准水电容量为7000万千瓦，实际只核准了2000万千瓦左右。

根据相关部门计算，到2020年我国能源需求总量约为50亿吨标煤左右。为确保实现我国在2020年非化石能源消费占能源消费15%的承诺目标，折算出来就是7.5亿吨标准煤，年发电量为2.25万亿千瓦时。根据国家能源局可再生能源司的分析计算，2020年核电和非水可再生能源最高可达到发电量1.1万亿千瓦（其中核电装机7000万千瓦，发电6000亿。风能、太阳能、生物质能等发电量达到5000亿）。因此，2020年我国水电年发电量必须要达到1.15万亿千瓦时。而我国在2009年常规水电装机约1.97亿千瓦，发电量6100亿千瓦时。按照这个比例2020年常规水电装机容量至少要达到3.8亿千瓦（其中常规水电3.3亿千瓦，抽水蓄能5000万千瓦），才能实现我国的减排承诺。

图1：最近几年发改委核准的水电容量

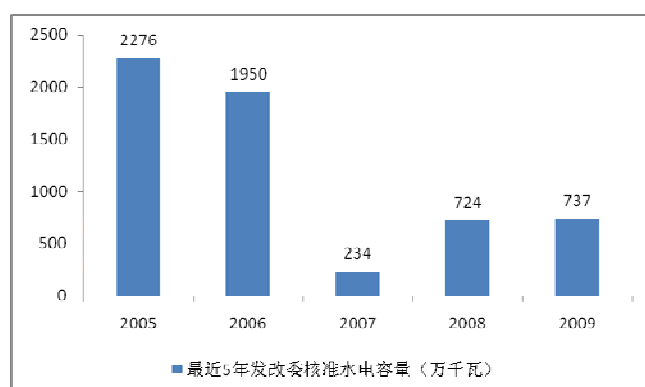
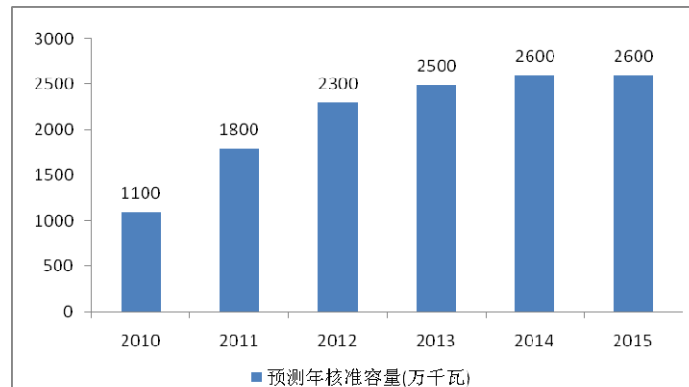


图2：未来几年预计核准容量预测



数据来源：发改委、广发证券发展研究中心

受水电建设周期的影响，一般的水电项目通常都需要5年时间。这就意味着在2010-2015年这几年中，我国需要开工水电装机1.2亿千瓦以上。也就是说，未来5年的年复合增长率将超过20%以上。所以说整个水电行业开始步入黄金发展时期。

订单“V”型恢复，业绩因滞后因素将呈现“U”型反转

从我们了解来看，公司今年1-6月新获订单4.5亿元，已经超过了2009年全年3.9亿元的订单。另外由于下半年有更多水电项目进行招标，预计全年公司可实现新增订单8-9亿元，相对于2008年，基本实现100%以上的增长。由于水电机组产品生产周期长的特点，一般订单的交货周期都需要2-3年时间。虽然公司是根据制造完成百分比确认收入，但考虑到公司在2009年和2008年承接订单大幅下降的情况。根据实际的水电项目交货周期情况，一般业绩要

滞后订单1年左右时间。所以我们认为，公司业绩在2010年上半年走出最低点开始反转后，更多呈现的是“U”型反转，而不是“V”型反转。公司业绩开始急速增长应该在2011年下半年或2012年上半年左右时间。

表1: 订单收款周期

	步骤	收款比例
交货整个周期 与付款情况	合同签订	10%
	两次设计联洽会	20%
	正式生产、交收	50%
	试运行72小时	15%
	运行1-2年	5%

数据来源：广发证券发展研究中心

图3: 历年新增订单情况

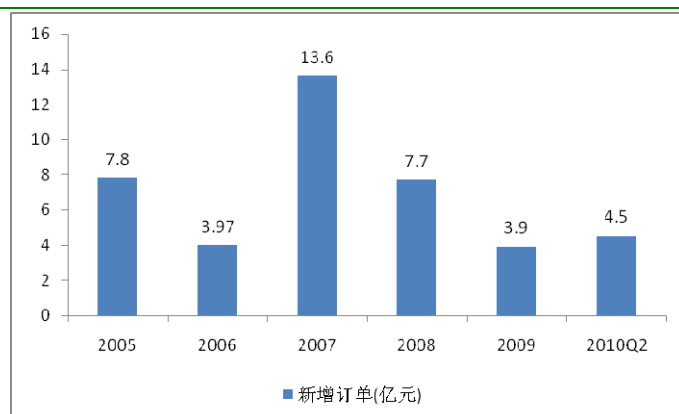
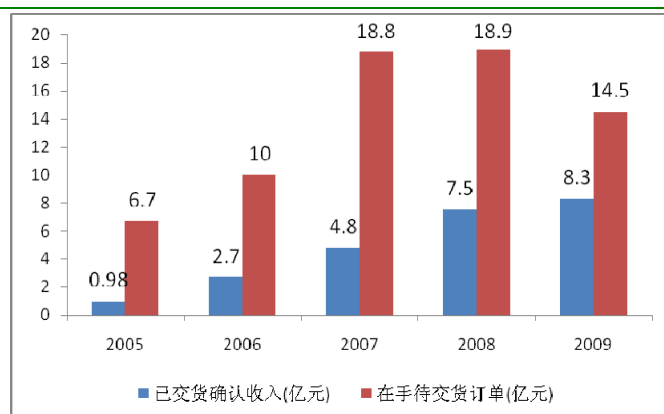


图4: 历年已完成及尚未完成订单情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

抽水蓄能前景广阔，静待订单突破

截至到2009年末，我国共建成投产抽水蓄能电站24座，装机1563.3万千瓦，约占全国总装机容量的1.79%，占全国统调装机容量的2.14%。从目前已经装机的机组来看，基本是国外阿尔斯通、东芝和GE等国外品牌，国内自主品牌市场份额非常小。另外就目前抽水蓄能电站中采取公开招标水电机组仅有广东清远一个项目。我们从最新的新兴能源振兴规划来看，我国在2020年前要实现抽水蓄能实现5000万千瓦，也是说未来几年，抽水蓄能电站将要在目前总装机1500万千瓦基础上，至少要再新增3500万千瓦容量。以2000元/KW的机组设备价格计算，整个市场总容量将达到700亿元，平均年市场容量将近70亿元。目前国内包括东方电气、哈电等厂商都不具备大功率抽水蓄能机组的自主研发能力，更多的是采取合资或者引进国外技术，来完成抽水蓄能机组的研制。从这个角度来说，公司与国内的行业龙头处于同一起跑线上。我们认为，随着抽水蓄能项目的陆续招标，公司在这块业务上也将逐渐进入收获期。

表2: 在建抽水蓄能电站情况

电站	总装机容量 (MW)	机组情况
山西西龙池	1200	4*300MW
广东惠州	2400	8*300MW
安徽佛磨	160	2*80MW
河北白莲河	1200	4*300MW
辽宁蒲石河	1200	4*300MW、
安徽响水	1000	4*250MW
呼和浩特	1200	4*300MW
福建仙游	1200	4*300MW
黑龙江荒沟	1200	4*300MW
广东深圳	1200	4*300MW
广东阳江	2400	6*400MW
总计	14360	

数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 国内目前拟建抽水蓄能电站

名称	总容量(MW)	机组情况
浙江仙居	1500	4*375MW
江西虹屏	1200	4*300MW
广东清远	1280	4*320MW
山东文登	1800	6*300MW
河南天池	1200MW	4*300MW
湖南东江	500	2*250MW
河北丰宁	1800	6*300MW
江苏溧阳	1500	6*250MW
辽宁恒仁	800	4*200MW
重庆蟠龙	1200	4*300MW
浙江天荒坪2期	2100	6*350MW
辽宁清原	1500	4*375MW
江苏马山	700	2*350MW
山东徂徕山	1800	6*300MW
浙江乌龙山	2400	8*300MW
江苏伍员山	1500	5*300MW
河南抱拳2期	1200	4*300MW
江苏竹海	1800	6*300MW
福建永泰	1200	4*300MW
吉林敦化	1200	4*300MW
北京板桥峪	1000	4*250MW
合计	29180	

数据来源: 广发证券发展研究中心

潮汐发电短时间内难挑大梁

公司虽然拥有为世界上最大的潮汐发电项目-韩国SHIWA潮汐工程制造机组的业绩。但是我们认为潮汐发电作为一种新式发电形式,大规模应用还需时日,短期之内不会给公司整体业绩带来多大的提升。

水电机组毛利相对去年略有下降

钢材价格占据水轮机组成本的40%左右。考虑到产品的制造周期相对订单的滞后性,目前在建产品主要是在2008年底或2009年初的订单,而当时大宗商品正处于相对低位。所以今年的产品毛利相对去年将略有下降。据我们了解,公司的产品在去年30%的毛利基础上,略有下降,基本维持在25%-30%左右。

盈利预测与投资建议

经过测算,未来三年的每股盈利分别为:1.02元、1.19元和1.48元。对应的PE分别是29.5、25和20。目前股价基本复合未来6个月的业绩增长。我们给予“持有”评级。考虑整个水电行业的持续转好,并进入发展高峰期,以及公司未来在新能源业务领域的可能的超预期收益,我们强烈建议积极关注,并在合适时点买入。

风险提示:

水电订单获取低于预期

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	340	591	402	812	
应收账款	666	790	939	1118	
预付款项	21	58	73	90	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	10	19	15	28	
存货	159	194	236	301	
流动资产合计	1166	1416	1577	2132	
长期股权投资	10	10	10	10	
固定资产	390	358	325	294	
在建工程	0	0	0	0	
无形资产	32	29	25	22	
长期待摊费用	0	0	0	0	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	435	399	363	327	
资产总计	1601	1815	1940	2459	
短期借款	150	0	0	0	
应付票据	146	189	214	326	
应付账款	219	329	279	329	
预收款项	107	239	263	463	
应付职工薪酬	0	0	0	0	
应交税费	0	0	0	0	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	21	21	21	21	
流动负债合计	672	778	777	1139	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	0	0	0	0	
负债合计	672	778	777	1139	
股本	143	143	143	143	
资本公积	503	503	503	503	
盈余公积	30	50	70	100	
未分配利润	243	331	437	564	
少数股东权益	10	10	10	10	
负债股东权益总计	1601	1815	1940	2459	
每股净资产(元)	6.4	7.2	8	9.1	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	832	968	1170	1460	
营业成本	576	690	840	1048	
营业税金及附加	8	9	11	14	
销售费用	14	15	18	23	
管理费用	82	95	114	142	
财务费用	-9	-10	-11	-13	
资产减值损失	30	10	10	10	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	130	158	187	236	
营业外收入	12	12	12	12	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	142	171	200	249	
所得税费用	16	26	30	37	
净利润	127	145	170	211	
归属于母公司净利润	0	0	0	0	
少数股东损益	127	145	170	211	
EPS(元)	0.89	1.02	1.19	1.48	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	-233	421	-167	440	
投资活动现金流量	11	11	11	11	
筹资活动现金流量	144	-181	-32	-41	
现金及现金等价物净增加额	-159	251	-189	410	
期末现金余额	340	591	402	812	
每股经营活动现金流(元)	-1.6	2.9	1.2	3.0	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	10.3%	16.3%	21%	24.8%	
营业利润增长率	9%	15%	14.6%	24%	
毛利率	30.7%	28.7%	28.2%	28.2%	
营业利润率	17.1%	17%	16.2%	16.2%	
净利率	15.3%	15.1%	14.6%	14.6%	
净资产收益率	13.8%	14.2%	14.7%	16.6%	
总资产收益率	8.9%	9.1%	9.7%	9.6%	
流动比率	1.7	1.8	2	1.9	
资产负债率	42%	42%	40%	46%	
所得税税率	15%	15%	15%	15%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

浙富股份(002266)行情走势



相关研究报告

鼎汉技术(300011.sz)	袁斌	2010-06-28
吉林永大 IPO 项目调研	袁斌	2010-06-20
海得控制(002184.sz)投资者见面会会议既要	袁斌	2010-06-04
九洲电气(300040.sz)	袁斌	2010-05-20
海得控制(002184.sz)	袁斌	2010-05-06

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。