

# 受益行业复苏，订单大幅增长

## ——浙富股份（002266）调研报告

2010 年 11 月 9 日

推荐/维持

电力设备

调研报告

**周宏宇** 电力设备行业研究员  
010-6650 7323

执业证书编号：S1480210100002

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

### 事件：

2010 年 11 月 5 日，拜访浙富股份（002266）管理层，就公司的经营情况进行交流。

**问题一：产能建设进度，募投项目是否全部达产，目前，轴流、混流、贯流机组最大生产容量各为多少。新承接订单中最大单机容量为多少？**

设备安装尚未全部完成，水力试验站（与西安理工大学合作）正在建设，水轮发电机模型发电效率试验，一次模型试验费用几百万，节约成本，提升公司实力、形象。新接订单没有突破原有单机容量记录。公司具备 45 万千瓦混流式水轮发电机组制造能力。可以参与 70 万千瓦以下水轮发电机组项目的投标。满负荷生产可满足 17—18 亿元生产能力。

**问题二：抽水蓄能机组研发进展，有无跟踪项目及中标情况。**

今年上半年放开抽水蓄能项目招标后，第一单广东清远（4x32 万千瓦）项目被东芝拿走，下半年 2 个项目，议标给哈电、东电。公司明年会参与，与外方合作。明年招标市场全部放开。公司会努力争取。核电装机 2020 年达到 8600 万千瓦。抽水蓄能机组装机到 2020 年将达到 1 亿千瓦以上。核电与抽水蓄能机组装机比例为 4:1。抽水蓄能电站由电网公司管理，调节电网峰谷波动。响应速度快。

**问题三：目前，在手订单数量及金额，交货时段。**

去年底在手订单 14 亿，今年预计完成 10 亿多一点，新接订单 15 亿，预计到年底在手订单 18 亿左右。贯流机组占 50%以上。2011、2012 年前景看好。生产周期 24 个月，交付周期 3-4 年，付款方式：10%定金——出设计图纸，10%设计款——召开设计联络会，20-30%投料款——采购原材料，开始生产。投运 72 小时后可以收回尾款，留下 5%质保金，为期一年。运输费用包含在合同价款内。

问题四：公司签订多为闭口合同，成本控制方式，如何避免钢材价格波动影响？

公司没有做套保之类的业务，主要通过协议价格，合同价格可以根据原材料价格波动情况变动，成本 3% 左右是外协费用。

问题五：与 Reinpower 研发合作情况，再研项目及预计完成时间

杭州研发中心主要根据业主方提供的水文资料、地质地貌等情况，进行机组设计。公司多名骨干员工来自杭州东芝水电，均持有公司股权。

问题六：十二五水电建设提速，但多为超大型水电项目，对公司实质利好有多大？

2008-2009 年订单下降，对今年业绩增长有一定负面影响，明年会有一定增长。今年下半年，订单增长明显加速，水电站建设周期 5 年，2020 年装机目标必须在 2015 年前结束招标。

问题七：海外市场开拓方式及进展，近期有无正在跟踪及中标的项目？

越南、柬埔寨项目，1-2 亿订单。一亿以下的订单不披露（与交易所达成协议），以项目总包方式操作。撇开汇率风险，毛利率较国内订单高 5% 左右，但每个项目差异较大。韩国潮汐发电项目已经全部交货，

公司去年成立了国际工程部，专门针对海外市场，从事机电设备总成套，包括变压器等。目标市场主要是东南亚、土耳其、韩国、中亚五国。将来有可能向南美等市场拓展。

问题八：公司毛利率水平高于同业上市公司如：东电、哈电 5%—8%，原因何在？

采购环节成本控制，生产环节注意材料节约利用。生产效率高。

## 结论：

- 据中国水电工程顾问集团透露：我国水电“十二五”规划初步确定了到 2015 年新增 6300 万千瓦的常规水电装机，新增 1200 万千瓦的抽水蓄能装机。预计到 2015 年，我国常规水电装机将从 2010 年的 2.07 亿千瓦提升到 2.7 亿千瓦，抽水蓄能装机将从 1800 万千瓦提升到 3000 万千瓦。到 2020 年实现常规水电装机达到 3.3 亿千瓦的目标，相当于 10 年内新增 1.23 亿千瓦。

- 自下半年开始，公司新接订单明显增加，预计全年新接订单 15 亿元左右，募投项目已经建设完毕投入使用，具备年产 17-18 亿元的产能。需求回暖，产能释放，公司将迎来历史上最好的发展时期。
- 明年抽水蓄能项目招标市场完全放开，公司将与外方合作伙伴联合投标，积极争取，一旦取得突破，将为公司开辟新的增长点。
- 公司成立了国际工程部，专门针对海外市场，从事机电设备总成套，目标市场主要是东南亚、土耳其、韩国、中亚等地区，未来有可能向南美市场开拓，随着公司业务的不开拓，“浙富”品牌在海外市场的知名度也不断提升。

### 盈利预测与投资建议：

预测 2010-2012 年营业收入为：10.4 亿、12.4 亿、14.9 亿元，每股收益分别为：1.14 元、1.29 元、1.36 元，分别对应 35 倍、31 倍、29 倍 PE，维持“中性”评级。

**表 1 关键预测指标**

| 预测指标        | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）   | 754   | 832   | 1,037 | 1,244 | 1,493 |
| 增长率（%）      | 56.4% | 10.4% | 24.6% | 20.0% | 20.0% |
| EBITDA（百万元） | 130   | 144   | 196   | 222   | 250   |
| 增长率（%）      | 41.9% | 11.3% | 35.5% | 13.5% | 12.6% |
| 净利润（百万元）    | 120   | 127   | 163   | 185   | 195   |
| 增长率（%）      | 48.8% | 6.0%  | 27.9% | 13.9% | 5.1%  |
| ROE         | 14.6% | 13.8% | 8.4%  | 8.9%  | 8.7%  |
| EPS（元）      | 1.010 | 0.890 | 1.137 | 1.294 | 1.360 |
| P/E         | 39.7  | 45.0  | 35.3  | 31.0  | 29.5  |
| P/B         | 7.0   | 6.2   | 3.0   | 2.8   | 2.6   |
| EV/EBITDA   | 40.6  | 38.2  | 22.7  | 19.9  | 17.5  |

表 2 预测财务报表

| 利润表（百万元）     | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入         | 754   | 832   | 1,037 | 1,244 | 1,493 |
| 营业成本         | 555   | 576   | 726   | 884   | 1,075 |
| 营业费用         | 7     | 14    | 16    | 19    | 22    |
| 管理费用         | 67    | 82    | 104   | 124   | 149   |
| 财务费用         | 2     | (9)   | 2     | 1     | 6     |
| 投资收益         | (0)   | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润         | 110   | 131   | 169   | 195   | 216   |
| 利润总额         | 131   | 143   | 183   | 208   | 229   |
| 所得税          | 11    | 16    | 20    | 23    | 34    |
| 净利润          | 120   | 127   | 163   | 185   | 195   |
| 归属母公司所有者的净利润 | 120   | 127   | 163   | 185   | 195   |
| NOPLAT       | 103   | 108   | 153   | 174   | 188   |
| 资产负债表（百万元）   | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 货币资金         | 475   | 375   | 1,354 | 1,479 | 1,604 |
| 交易性金融资产      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款         | 219   | 630   | 426   | 511   | 614   |
| 预付款项         | 179   | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 存货           | 136   | 159   | 179   | 218   | 265   |
| 流动资产合计       | 1,054 | 1,200 | 2,020 | 2,277 | 2,562 |
| 非流动资产        | 326   | 442   | 464   | 537   | 608   |
| 资产总计         | 1,380 | 1,643 | 2,484 | 2,814 | 3,170 |
| 短期借款         | 0     | 150   | 0     | 0     | 0     |
| 应付帐款         | 198   | 220   | 259   | 315   | 383   |
| 预收款项         | 297   | 108   | 108   | 108   | 108   |
| 流动负债合计       | 555   | 714   | 497   | 579   | 679   |
| 非流动负债        | 0     | 0     | 50    | 150   | 250   |
| 少数股东权益       | 0     | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 母公司股东权益      | 825   | 919   | 1,927 | 2,075 | 2,231 |
| 净营运资本        | 499   | 487   | 1,524 | 1,699 | 1,883 |
| 投入资本 IC      | 339   | 692   | 623   | 747   | 888   |
| 现金流量表（百万元）   | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 净利润          | 120   | 127   | 163   | 185   | 195   |
| 折旧摊销         | 17    | 23    | 0     | 27    | 29    |
| 净营运资金增加      | 488   | (12)  | 1,037 | 175   | 184   |
| 经营活动产生现金流    | 2     | (224) | 293   | 173   | 180   |
| 投资活动产生现金流    | (163) | (73)  | (57)  | (110) | (110) |
| 融资活动产生现金流    | 455   | 145   | 743   | 62    | 55    |
| 现金净增（减）      | 294   | (152) | 979   | 125   | 125   |

## 分析师简介

### 周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力及电力设备行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。