

受益水电大开发，迎来新一轮景气周期

——浙富股份(002266)公司投资价值分析

核心观点

跻身大中型水电设备制造的民营企业。国内大中型水电设备原本由大型国企和外资企业垄断。作为一家民营企业，公司在2005年还只能生产小型水轮发电机，但在管理层的努力下，从2006年起，成功跻身大中型水电设备制造商行业，是近年水电设备行业崛起最快的企业。目前，公司的市场份额已接近10%，市场地位上升迅速，在贯流式机组、轴流式机组上已取得业内一流的业绩。

推进水电大开发，行业迎来新一轮景气周期。根据“十二五”电力规划和2020年规划，2020年水电装机能力应达3.8亿千瓦，其中常规水电3.2亿千瓦以上。这意味着2010-2015年开工的水电项目至少在1.2亿千瓦，即在未来6年平均每年2000万千瓦。

按照水电设备单位千瓦成本在1100~1200元测算，未来6年1.2亿千瓦对应的设备市场容量将达到1300~1400亿元，平均每年约210~230亿。水电设备行业将迎来新一轮的景气周期。

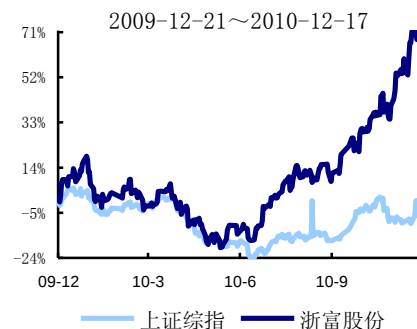
水电核准高峰将至，公司新接订单有望持续快速提高。自发改委10年重启水电项目核准后，至今为止，水电审批项目的容量已经远超2009年全年的水平。受益于此，公司获取订单的情况远好于2009年同期的情况，预计2010年新接订单有望达到17-18亿元，远超09年4个亿的水平。我们预计，从2011年开始，水电项目核准将迎来一个高峰，公司常规水电新接订单额将持续快速提高。

抽水蓄能电站设备有望成为公司新的增长点。抽水蓄能电站的建设也将大规模展开，十年内的建设规模有望达到5000-8000万千瓦。公司2010年已参与清远项目的商业招标，获取项目的技术实力和履历资质不存在障碍。

抽水蓄能电站项目的金额较大，单个项目的合同金额在10亿元左右，且盈利能力较高，毛利率在40%左右，高于常规水电30%左右的水平。抽水蓄能电站设备有望成为公司新的增长点。

公司业绩高增长的确定性强，给予“短期-强烈推荐，长期-A”的评级。预计公司2010年EPS1.00元，2011年EPS1.35元。当前动态市盈率分别为49.98倍和37.02倍。水电设备行业仍处于本轮景气周期的早期，作为一个纯粹的水电设备公司，我们认为，公司是水电设备行业本轮景气周期良好投资标的，给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	14964.00
流通股A股(万股)	6690.94
52周内股价区间(元)	23.07-51.79
总市值(亿元)	74.79
总资产(亿元)	16.43
每股净资产(元)	6.42

相关报告

- 1.《行业研究-行业专题-电力设备:电力需求仍有较大增长空间，电源结构调整将成为主旋律》 2010-06-21
- 2.《公司研究-调研简报-浙富股份(002266):迎来新一轮景气周期，新接订单确保业绩高增长》 2010-10-27

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	832	982	1194	1451
同比增速(%)	10.35%	18.00%	21.58%	21.58%
净利润(百万)	127	149	202	248
同比增速(%)	5.96%	17.23%	35.31%	22.96%
EPS(元)	0.89	1.00	1.35	1.66
P/E	56.16	49.98	37.02	30.11

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1 跻身大中型水电设备制造的民营企业	4
1.1 跻身大中型水电设备制造的民营企业	4
1.2 已经拥有一流的技术和项目履历	4
1.3 市场地位迅速上升，仍有提升空间	5
2 受益水电大开发，迎来新一轮景气周期	5
2.1 水电大开发重新启动，步入黄金十年	5
2.2 新接订单大幅回升，迎来新一轮景气周期	6
3 抽水蓄能电站有望成为新的增长点	7
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测	8
4.2 投资建议	8
5 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司的崛起路径	4
图 2: 公司的设计能力和项目履历	4
图 3: 大中型水轮发电机组制造商的市场份额	5
图 4: 2005 年-2009 年水电项目核准容量	5
图 5: 中国水能及资源开发情况	6
图 6: 公司 2007 年-2010 年上半年新接订单情况	7
表 1: 盈利预测	8
表 2: 水电设备上市公司业绩预测及估值	8

1 跻身大中型水电设备制造的民营企业

1.1 跻身大中型水电设备制造的民营企业

国内大中型水电设备原本由大型国企和外资企业垄断。作为一家民营企业，公司在 2005 年还只能生产小型水轮发电机，但在管理层的努力下，从 2006 年起，成功跻身大中型水电设备制造商行业，是近年水电设备行业崛起最快的企业。

图 1：公司的崛起路径



数据来源：国都证券

1.2 已经拥有一流的技术和项目履历

主要通过与外资企业合作引进技术和自我研发，目前，公司在大中型贯流式、轴流式机组方面拥有一流技术水平，市场竞争力较强。在混流式机组方面，公司已经具备 400MW 的大型机组设计、制造能力。同时，公司已经积累了一流的项目履历，为公司未来的发展打下了坚实的基础。

图 2：公司的设计能力和项目履历

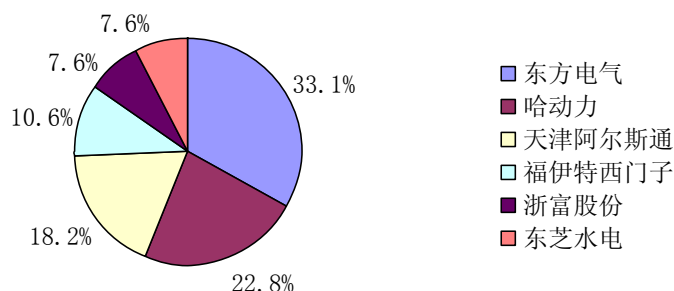
混流式水轮发电机组	轴流式水轮发电机组	贯流式水轮发电机组
最大设计生产能力： 机组容量：10MW~500MW 水头 Hmax：30 m ~ 600 m 转轮直径：1 m ~ 8 m 	最大设计生产能力： 机组容量：10MW~200MW 水头 Hmax：10m ~ 45 m 转轮直径：1 m ~ 10m 	最大设计生产能力： 机组容量：10MW~50MW 水头 Hmax：3 m ~ 30 m 转轮直径：1 m ~ 8 m 
三门峡 (2×75MW, D1=5.5m) 酉 酬 (2×60MW, D1=4.2m) 白 市 (3×140MW, D1=6.3m)	挂 治 (3× 50MW, D1=5.8m) 深溪沟 (4×165MW, D1=8.3m) 银 盘 (4×150MW, D1=8.6m)	百龙滩 (3+3×32MW, D1=6.4m) 浪石滩 (3×12MW, D1=5.5m) 凤 仪 (3×28MW, D1=6.7m)

数据来源：国都证券

1.3 市场地位迅速上升，仍有提升空间

大中型水电设备市场呈寡头垄断格局，作为一个新的进入者，这几年，公司的市场地位迅速上升，体现出了较强的竞争力和发展潜力。目前，公司的市场份额已接近 10%。长远来看，我们认为，公司的市场份额仍然有一定的提升空间。

图 3：大中型水轮发电机组制造商的市场份额



数据来源：国都证券研究所

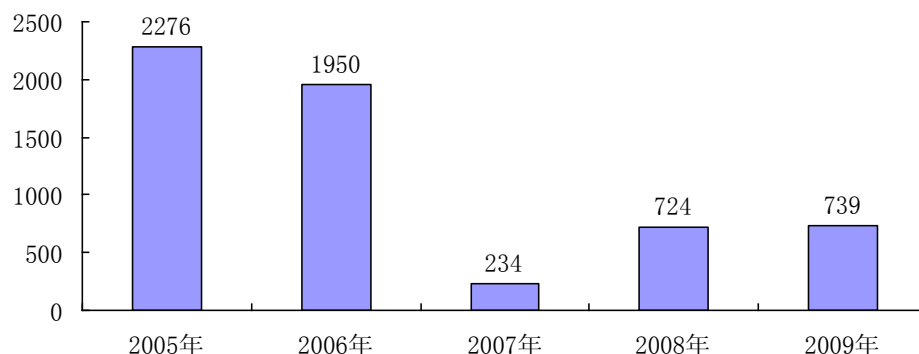
2 受益水电大开发，迎来新一轮景气周期

2.1 水电大开发重新启动，步入黄金十年

“十二五”电力开发基调已定：优先开发水电；优化发展煤电；大力发展核电；积极推进新能源发电；适度发展天然气集中发电；因地制宜发展分布式发电。其中，水电被放在“十二五”电力发展的第一位。

2010 年下半年以来，水电项目核准速度已经明显加快，包括西藏藏木水电站、金沙江金安桥水电站在内的多个大型水电项目相继获批，“十一五”期间，水电项目核准停滞的情况已得到扭转。

图 4：2005 年-2009 年水电项目核准容量



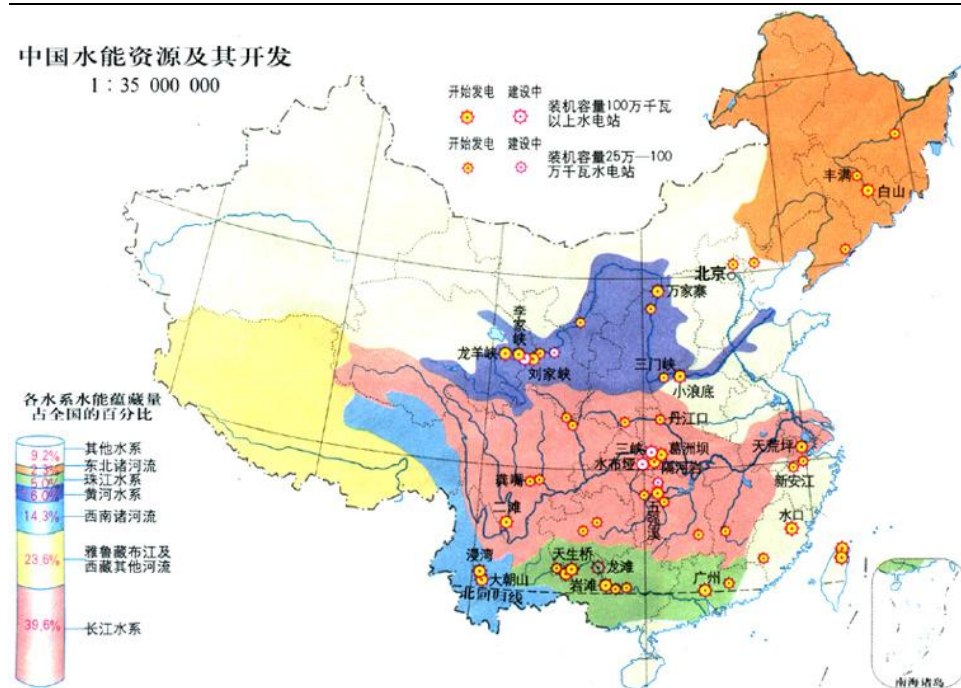
数据来源：国都证券研究所

作为世界水能资源第一大国，我国水能资源开发程度还不到总量的 35%。根据“十二五”规划和 2020 年发展规划，到 2010 年末，中国常规水电装机容量将达到 1.94 亿千瓦，占电力总装机容量的 23.11%，抽水蓄能电站装机容量将达 1800 万千瓦，水能

资源开发利用程度将达 35%；到 2015 年，水电装机容量将达到 2.71 亿千瓦，占电力总装机容量的 28.16%，水能资源开发利用程度达 50%；到 2020 年，常规水电装机容量将达 3.28 亿千瓦，占电力装机容量的 28.15%，抽水蓄能电站装机容量将达 5000 万千瓦以上，水能资源开发利用程度达 60%。

总的来看，中国水电建设迎来一个十余年的大发展时期，行业将长期处于景气周期，水电开发即将步入黄金十年。

图 5：中国水能及资源开发情况



数据来源：国都证券研究所

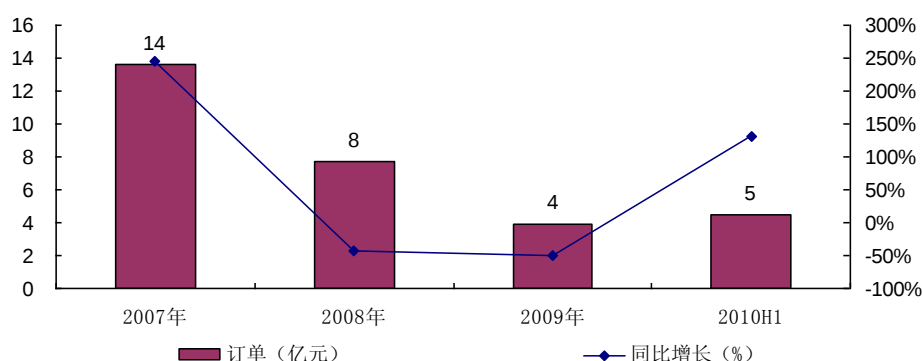
2.2 新接订单大幅回升，迎来新一轮景气周期

随着水电大开发重启，水电设备行业有望迎来新一轮的景气周期，在水电开发提速的大背景下，最直接受益且弹性最大的应是水电设备制造企业。按照水电设备单位千瓦成本在 1100~1200 元测算，未来 6 年 1.2 亿千瓦对应的设备市场容量将达到 1300~1400 亿元，平均每年约 210~230 亿，远超前几年的水平

作为一个纯粹的水电设备制造企业，公司将成为本轮水电大开发的主要受益者之一。如图 6 所示，受水电项目核准停滞的影响，在 2007 年新接订单达到高点后，近几年，公司的新接订单额持续下降，但随着 2010 年水电项目核准的重新启动，新接订单指标已经开始迅速回升。我们预计，公司 2010 年全年的新接订单额有望达到 17-18 亿元，将远超 2009 年 4 个亿的水平。

考虑到水电建设的时间较长，为完成 2020 年的建设目标，项目核准需要尽快进行，未来三年，作为收入变化的先行指标，我们预计，公司的新接订单将进入一个快速增长时期。

图 6: 公司 2007 年-2010 年上半年新接订单情况



数据来源：国都证券研究所

另外，我国周边亚洲国家的电力需求增长迅速，而且周边亚洲国家水力资源丰富，水电开发成为必然，存在爆发性增长的可能。

公司已经开始进入逐步周边市场，今年以来，加大了拓展市场的力度，长期来看，海外水电设备市场也存在较好的成长空间。

3 抽水蓄能电站有望成为新的增长点

抽水蓄能电站的主要功能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。随着风电、核电等缺乏调节能力的清洁能源的高速发展，电网的峰谷差在持续加大，调峰矛盾也越发明显，抽水蓄能电站所具备的特性就成为了解决这个问题的有效手段。可以说，抽水蓄能是目前电力系统最可靠、最经济、寿命周期最长、容量最大的储能装置。

截至 2009 年，全国已建抽水蓄能电站 20 座，装机容量 1,184.5 万千瓦；在建电站 11 座，总规模 1,308 万千瓦。根据初步研究，核电、风电与抽水蓄能电站配套容量比例约为 1: 0.25。按照 2020 年建成 8,600 万千瓦核电和 1.5 亿千瓦风电计算，大约需要建设的抽水蓄能电站容量将超过 5,900 万千瓦，去掉目前已建机组尚需建设 4,500 万千瓦。按照目前国内抽水蓄能电站每千瓦 5,000 元的造价，共有 2,250 亿的投资；其中抽水蓄能机组约占投资的 40%，即 900 亿元，市场空间巨大。

抽水蓄能电站的机电设备和常规水电还有很大的不同，国内自主设试验、制造、安装、运行，参与制造积累的经验少。目前，东电和哈电已经部分实现了抽水蓄能的国产化。目前浙富尚未获得抽水蓄能订单，今年 3 月份招标的广东清远电站公司也未能中标。我们认为，公司获得订单的突破点很可能要在明年。

抽水蓄能电站项目的金额较大，单个项目的合同金额在 10 亿元左右，且盈利能力较高，毛利率在 40% 左右，高于常规水电 30% 左右的水平。因此，一旦公司能够获得抽水蓄能电站的订单，公司的收入规模和盈利能力将显著提高，抽水蓄能电站设备将成为公司新的增长点。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基本假设:

- 1、2011 年新接订单能够不低于 2010 年的水平;
- 2、2011 年获得至少一个抽水蓄能电站合同;
- 3、钢材等原材料价格稳定。

表 1: 盈利预测

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	75,397	83,202	98,179	119,368
营业收入	75,397	83,202	98,179	119,368
营业总成本	64,345	70,126	81,427	96,520
营业成本	55,513	57,619	65,976	78,425
营业税金及附加	467	806	951	1,156
销售费用	720	1,368	1,615	1,963
管理费用	6,701	8,208	9,685	11,775
财务费用	221	-912	1,400	1,600
资产减值损失	724	3,036	1,800	1,600
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0		
投资净收益	-7	-24	-30	-35
营业利润	11,045	13,052	16,722	22,813
加: 营业外收入	2,221	1,364	1,200	1,400
减: 营业外支出	163	133	160	180
利润总额	13,103	14,283	17,762	24,033
减: 所得税	1,089	1,558	2,842	3,845
净利润	12,014	12,725	14,920	20,188
减: 少数股东损益				
归属于母公司的净利润	12,011	12,727	14,920	20,188
每股收益	1.01	0.89	1.00	1.35

4.2 投资建议

预计 10 年和 11 年 EPS1.16 元和 1.35 元, 按 10 月 27 日 49.98 元的收盘价测算, 公司的动态市盈率分别为 48.98 倍和 37.02 倍。

表 2: 水电设备上市公司业绩预测及估值

股票代码	股票名称	收盘价 10-12-17	EPS10F (元)	EPS11F (元)	P/E 10F	P/E 11F	投资评级
600875	东方电气	34.25	1.20	1.57	28.54	21.82	短期-强烈推荐、长期-A
002266	浙富股份	49.98	1.00	1.35	49.98	37.02	短期-强烈推荐、长期-A

虽然公司的动态估值远高于行业内可比公司, 但考虑到水电设备行业仍处于本轮景气周期的早期, 作为一个纯粹的水电设备公司, 公司是水电设备行业本轮景气周期的良好投资标的, 我们仍然给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

5 风险提示

1、作为一种原材料，钢铁占公司产品成本的 70%左右，且公司签订的合同皆为闭口合同，因此，如果钢铁价格出现大幅上涨，将对公司盈利能力产生较大的冲击；

2、市场对公司在 2011 年获得抽水蓄能电站项目合同有较高的预期，若公司无法获得此类合同，将严重降低市场对公司未来发展前景的期望。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com