

浙富股份 (002266.SZ)

发电设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

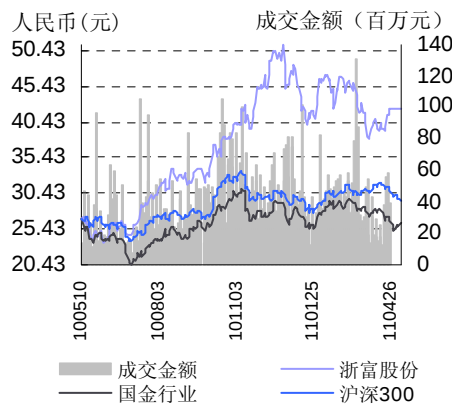
市价(人民币): 42.13 元

抽水蓄能获突破; 融资项目有利长期竞争力

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	66.91
总市值(百万元)	6,304.33
年内股价最高最低(元)	51.22/23.60
沪深 300 指数	3121.40
中小板指数	6751.27



相关报告

1. 《换个角度看估值; 谋求华丽转身》, 2011.2.28
2. 《再现大订单》, 2010.12.28
3. 《持续订单流入将推升对未来的业绩预期》, 2010.10.30

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人
 (8621)61038287
 xingzg@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.889	0.926	1.270	1.752	2.372
每股净资产(元)	6.42	7.40	8.68	10.43	12.80
每股经营性现金流(元)	-1.57	-0.56	4.49	1.83	2.36
市盈率(倍)	36.79	50.75	33.17	24.04	17.76
行业优化市盈率(倍)	32.57	30.19	33.22	33.22	33.22
净利润增长率(%)	5.96%	8.90%	37.14%	37.95%	35.39%
净资产收益率(%)	13.85%	12.51%	14.64%	16.80%	18.53%
总股本(百万股)	143.19	149.64	149.64	149.64	149.64

公司近期事件
 来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 公司公告融资项目: 拟向不超过十名特定投资者非公开发行不超过 2,500 万股股份, 增发价格为 35.96 元。用于大水轮发电机组技改、中小型水轮发电机组建设、增资华都实施核电控制棒驱动机构生产以及补充流动资金;
- 公司公告中标钟祥北山抽水蓄能电站 2×100MW 机组订单近 1.6 亿, 占 2010 年度营业收入的 17%, 预计将在 2011-2013 年间确认销售收入;

投资逻辑

- 增发项目瞄准核电高端制造, 意在打造长期竞争力: 公司融资项目的一个重要投向是核岛核心部件之一的控制棒驱动机构, 其制造能力代表了核岛精密零部件制造的最高水平, 标志着公司积极进行业务调整的开始。同时增发项目也将扩充水电产能列为重要方向。我们预计, 在订单充沛的情况下, 公司三大募投项目的建成将把销售规模在 3-4 年内提升至 38 亿的水平, 届时净利润有望达到 4.73 亿, 对应 EPS 为 2.70;
- 水电和抽蓄的订单是今年的主要看点: 公司在抽水蓄能订单上已经获得突破, 验证了我们之前对公司今年能够获得抽蓄订单的判断。我们认为在新能源装机不断增加的推动下, 今年抽蓄招标总量预计将达到 60 亿以上, 这也为公司进一步获得订单提供条件。另一方面“十二五”规划将水电作为发展重点, 预计年均设备市场容量将达 200 亿。按公司历史 9-10% 的市场占有率来算, 公司今年总订单量有望达到 25-30 亿的规模;
- 增发将缓解产能瓶颈, 但是产能建设需时较长: 根据披露, 公司增发项目的建设期在 2-2.5 年, 预计全面达产要 5 年时间。虽然我们认为公司在对达产的时间估计上放有相当余量, 但是不得不承认对于公司扩产是一个长期提升业绩的过程。从这个角度来看, 我们认为公司将向一个慢牛股同时也是长牛股路径发展, 并在这个过程中不断完成对业绩的兑现;

投资建议

- 公司近期的抽蓄订单和融资项目是符合我们之前的判断的。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.27 和 1.75 元, 对应估值为 33 倍和 24 倍;
- 公司增发预案尚需证监会的批复。增发时间可能要等到 6 个月后。届时增发价格如果不变将对应 21 倍 2012 年 PE 估值。建议到时可以积极参与;
- 我们仍然长期看好公司在突破产能瓶颈后有望进入业绩快速增长期, 继续维持“买入”评级;

风险

- 对核电安全性的担忧将制约对公司的估值水平。

内容目录

公司融资项目有利于长期核心竞争力的提升	3
未来产业战略布局雏形确立-本部大型水电+临海中小水电+华都核电制造	3
增发募集资金用于总部技改、临海电机改造和核电设备制造项目	3
增发项目解决产能问题并有助于提升长期竞争力	3
控股华都进入核电核心控制部件制造	4
驱动控制棒控制机构是实现核反应控制的关键部件	4
市场容量约为 10 亿/年	5
高技术壁垒限制了竞争者，盈利能力将保持高位	6
抽水蓄能今年将进入招标高峰	7
对市场担心抽水蓄能需求量和适用性的担心的解答	7
新能源装机的增长和结构性缺电将推动抽水蓄能的增长	9
抽水蓄能制造壁垒较高	10
本次招标成功验证了公司的制造能力	10
传统水电装机容量有望进一步提升	10
水电大开发前景确定	10
水利枢纽大建设推动灯泡贯流机组需求	12
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

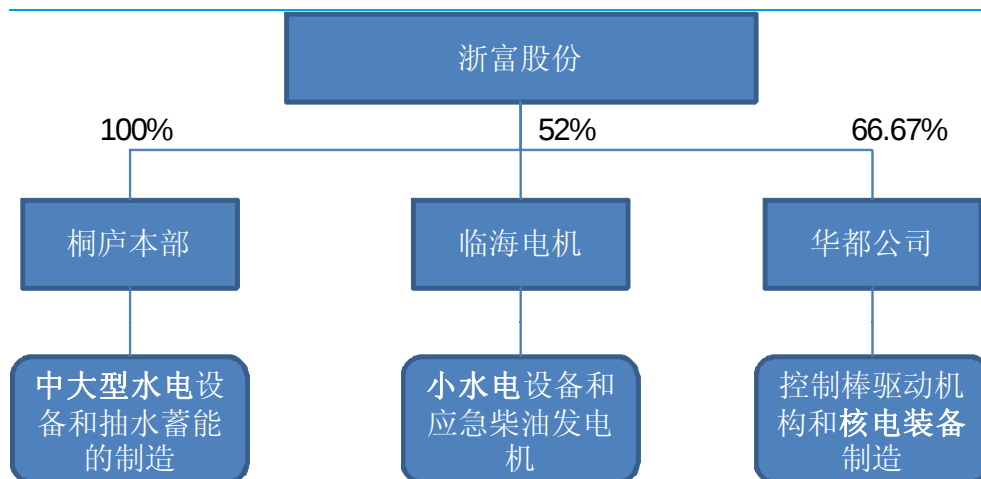
图表 1：产业布局	3
图表 2：主要募投项目投资如下	3
图表 3：主要募投项目（2010 年净利润在 1.4 亿）	4
图表 4：驱动棒控制装置的结构	4
图表 5：控制棒驱动机构实景	5
图表 6：核电成本结构	6
图表 7：控制棒驱动装置	7
图表 8：在建抽水蓄能电站	8
图表 9：规划建设的抽水蓄能电站	8
图表 10：储能性能、成本、发展状况比较总结	9
图表 11：水电装机增长（亿千瓦）	11
图表 12：浙富股份水电订单 2005-2010	12
图表 13：水轮机组类型	13

公司融资项目有利于长期核心竞争力的提升

未来产业战略布局雏形确立-本部大型水电+临海中小水电+华都核电制造

- 公司未来将小水电产能全部移到临海基地，桐庐制造基地将主攻中大型水电和抽水蓄能的制造。同时依托核动力院，进行核电控制棒驱动装置的研发和生产。

图表1：产业布局



来源：公司公告，国金证券研究所

增发募集资金用于总部技改、临海电机改造和核电设备制造项目

- **增发方案：**公司拟向不超过十名特定投资者非公开发行不超过 2,500 万股股份，非公开发行募集资金总额不超过 8.9 亿元。增发价格为 35.96 元。
- **增发项目用途：**募集资金扣除发行费用后的净额将用于实施大型灯泡贯流式和轴流转桨式水轮发电机组生产技术改造项目、增资浙江临海电机有限公司实施中小型水轮发电机组及特种发电机建设项目、增资四川华都核电设备制造有限公司实施百万千瓦级核电控制棒驱动机构等核电设备建设项目以及补充流动资金。（见下表）

图表2：主要募投项目投资如下

项 目	固定资产投资总额	拟投入募集资金额
大型灯泡贯流式和轴流转桨式水轮发电机组生产技术改造项目	2.58亿元	2.58亿元
增资临海电机实施中小型水轮发电机组及特种发电机建设项目	3.17亿元	2.50亿元
增资华都公司实施百万千瓦级核电控制棒驱动机构等核电设备建设项目	2.60亿元	约1.80亿元
补充流动资金	1.70亿元	1.70亿元
合 计	10.05亿元	约8.58亿元

来源：公司非公开增发预案，国金证券研究所

增发项目解决产能问题并有助于提升长期竞争力

- 从增发项目建设期来看在 2-2.5 年的范围内。在 4-5 年内可以达到满产。由于华都未来产能规划有一定的不确定性，故公司没有给出项目未来的盈利预测。但是从增资金额判断，我们预计未来产能会在 5-6 套，按照单套价格在 1.2 亿左右测算，未来收入贡献将在 7 亿，净利润贡献在 1.5 亿元以上。

图表3：主要募投项目（2010 年净利润在 1.4 亿）

项 目	产能建设期	满产达产期	产能	收入贡献	净利润贡献
大型灯泡贯流式和轴流转桨式水轮发电机组生产技术改造项目	2年	4年	500MW	5.6亿	0.68亿
增资临海电机实施中小型水轮发电机组及特种发电机建设项目	2.5年	5年	300MW中小型水轮发电机组、1,425MW特种发电机	7.8亿元	1.01亿元
增资华都公司实施百万千瓦级核电控制棒驱动机构等核电设备建设项目	2年	5年	5-7套百万千瓦级核电控制棒驱动机构的生产能力	我们预测在7亿以上	我们预测在1.5亿以上

来源：公司非公开增发预案，国金证券研究所测算

- 募投项目全部达产后，在满负荷情况下，销售收入有望达到 38 亿，对应净利润 5.7 亿。考虑摊薄效应后，EPS 有望达到 2.70 元：公司在 2010 年实现 9.2 亿销售收入和 1.4 亿的净利润。目前满负荷产能为 18 亿产值。我们测算，在全部募投项目达产后，总产能对应的产值将在 38 亿以上，净利润也将超过 4.72 亿。考虑到增发后股本摊薄，EPS 将达到 2.70 元。
- 前提条件是要有充足的订单：我们认为在产能建设的同时需要密切跟踪公司订单的情况。由于公司的主要产品包括水轮机和核电控制棒驱动机构都需要较长的生产周期，所以公司股价本质上仍然是订单驱动型的。

控股华都进入核电核心控制部件制造

驱动控制棒控制机构是实现核反应控制的关键部件

- 驱动控制机构的作用：在核反应堆中，铀或钚原子核裂变反应会产生中子，中子再去撞击其他原子，从而形成链式反应。为了控制核反应的速度，必须使用控制棒吸收中子，通过控制棒插入堆芯的深度来控制反应堆中子的数目，从而调节控制反应堆功率。反应堆控制棒驱动机构是装在反应堆压力容器顶盖管座上，用来升降或保持控制棒，以达到调节反应堆功率、安全起堆或停堆的目的。

图表4：驱动棒控制装置的结构



来源：国金证券研究所

- 主要结构：控制棒驱动机构的主要部件包括一个由四个带方形底座的棱形零件组成的线圈盒；装在线圈盒中的提升线圈、传递线圈和夹持线圈、由

密封罩和棒行程指示套罩组成的承压套罩、棘齿装置以及棒位置指示部件等。

- 运行原理：**运行线圈部件在电源系统中的循环供电控制器的控制下，使驱动杆完成升降运动。运行线圈部件中共有三个激磁线圈，每个线圈有两条引出线，这些引出线通过长引线管与循环供电控制器相连。循环供电控制器按设计程序对保护线圈(A)、传递线圈(B)、提升线圈(C)进行通电激磁和断电去磁，从而使钩锁抓持器投入工作状态，并使驱动杆部件带动控制棒组建处于提升、保持或者下降状态。若 A、B、C 三个线圈同时断电，则固定的和移动的钩锁机构都处于非工作状态，驱动杆部件失去加持力，于是杆、棒组合件在重力作用下自由落下，使控制棒组件迅速插入堆芯。

图表5：控制棒驱动机构实景



来源：cei.net，国金证券研究所

市场容量约为 10 亿/年

- 控制棒驱动装置约占核电总投资的 1.5%，占设备总投资约 3%，其价值在每套 1.2 亿左右。
- 按照目前核电规划中性目标 2020 年 70GW 测算，每年新增核电量在 7-8 套，控制棒驱动装置未来的年均市场容量约为 10 亿元。

图表6: 核电成本结构

项目分类	占项目比重	数量(个)	亿元/个	亿元(总)	占设备比重
项目合计	100%			120	
直接成本	85%	-	-	102	-
>建筑	25%	-	-	30	-
>设备	60%			72	100%
>>核岛	28%			34	48%
>>>蒸汽发生器	5%	3	2	6	8%
>>>稳压器	1%	1	1	1	2%
>>>安注箱	1%	1	1	1	2%
>>>安全壳	4%	1	5	5	6%
>>>反应堆压力容器	2%	1	2	2	
>>>驱动棒控制装置	1.5%	1	2	2	3%
>>>堆内构件	2%	1	2	2	3%
>>>主冷却泵	4%	4	1	4	6%
>>>主管道	1%	1	1	1	2%
>>>核阀门	3%	-	-	3	4%
>>>燃料传输系统	1%	-	-	1	1%
>>>其他(管道/热交换等)	4%	-	-	5	7%
铸锻件(为核岛设备的原材料)	7%	-	-	8	12%
>>常规岛	19%			23	32%
>>>汽轮机	5%	1	6	6	8%
>>>发电机	4%	1	5	5	7%
>>>汽水分离再热器	2%	2	1	2	3%
>>>电动机	1%			2	2%
>>>其他(冷凝/加热/管道/泵/阀等)	7%	-	-	8	12%
>>辅助设备(变压器/缆线等)	12%	-	-	14	20%
非直接总计(设计/项目管理等)	12%	-	-	14	-
其他总计(培训/偶发事件等)	8%	-	-	10	-

来源: 国金证券研究所

高技术壁垒限制了竞争者，盈利能力将保持高位

- **高技术壁垒和高安全敏感性:** 控制棒驱动机构对精细加工工艺要求严格。其运行的稳定性关系到整个核反应堆的安全，具有极高的安全敏感度。所以对供应商的制造经验和供货历史具有严格要求。
- **市场集中度高:** 除了华都以外，目前国内能够生产控制棒驱动机构的仅有上海电气下的上海机床厂和东方电气下的武重。
- **盈利能力强:** 控制棒驱动机构由于对安全性要求严格，故下游对其价格敏感性较弱。在高度集中的市场中通常产品具备较高的盈利能力。从价格和成本测算来看，其毛利率可能在 60%左右的水平。

图表7：控制棒驱动装置

核电项目	状态	技术	堆内构件	控制棒驱动
国内核电招标				
秦山二期-3(ext)	是	CANDU	上海电气	上海电气
秦山二期-4(ext)	是	CANDU	上海电气	上海电气
岭澳二期-3	是	CPR1000	上海电气	上海电气
岭澳二期-4	是	CPR1000	上海电气	上海电气
红沿河 -1	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
红沿河 -2	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
阳江 -1	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
阳江 -2	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
宁德 -1	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
宁德 -2	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
方家山 -1	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
方家山 -2	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
福清 -1	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
福清 -2	在建	CPR1000	上海电气	上海电气
三门-1	在建	AP1000	NCMD	NCMD
三门-2	在建	AP1000	上海电气	上海电气
海阳-1	在建	AP1000	NCMD	NCMD
海阳-2	在建	AP1000	上海电气	上海电气
台山-1	在建	EPR	阿海法	阿海法
台山-2	在建	EPR	阿海法	阿海法
桃花江-1	招标	AP1000	东方电气	N.A
防城港-1	招标	CPR1000	东方电气	东方电气
防城港-2	招标	CPR1000	东方电气	东方电气
核电出口招标				
Pakistan Chasuma I		CNP600	上海电气	上海电气
Pakistan Chasuma II		CNP600	上海电气	上海电气

来源：国金证券研究所

抽水蓄能今年将进入招标高峰

对市场担心抽水蓄能需求量和适用性的担心的解答

- 市场对抽水蓄能有两个普遍担心的问题：
 - 担心一：抽水蓄能需求不会那么快起来，同时核电的预期下调将影响到抽水蓄能的装机量预期。
 - 担心二：抽蓄电站建设受到地域限制，缺乏对适用性。
- 对于第一种担心，我们认为无论核电装机目标是否会下调，随着新能源装机量的提升，抽水蓄能的建设肯定是会加快的。从逻辑上来看，新能源是减排的不二路径，储能将是调节发电不稳定的主要解决方案：从电源稳定性来看，目前核电还是大规模替代火电的主要能源形式。即便是核电受压必然会推动其它新能源形式如风电和光伏的装机量。由于其它电源形式更加受制于天气等因素制约，储能需求量只会多不会少。
- 对于第二种担心，我们认为虽然抽水蓄能需要建在有水源和能够建设蓄水池的地点，但是并不要求建在风电场旁边。抽水蓄能是电网级的调峰，完全可以通过在同一电网中的合适地点来选做抽水蓄能的，所以地域限制并不是十分重要的限制因素。

图表8：在建抽水蓄能电站

在建			
惠州	广东省惠州市博罗县	8 × 300MW	2400
白莲河	湖北省黄冈市罗田县	4 × 300MW	1200
宝泉	河南宝泉	4 × 300MW	3600
黑麋峰	湖南省长沙市望城县	4 × 300MW	1200
佛磨	安徽霍山	2 × 80MW	160
北山	湖北钟祥	2 × 100MW	200
溧阳	江苏溧阳	6 × 250MW	1500
响水涧	安徽芜湖	4 × 250MW	1000
呼和浩特	内蒙古呼和浩特市	4 × 300MW	1200
清远	广东省清远市清新县	4 × 320MW	1280
洪屏一期	江西靖安	4 × 300MW	1200
仙游	福建仙游	4 × 300MW	1200
仙居	浙江仙居	4 × 37.5MW	150
深圳	广东深圳	4 × 300MW	1200
总计			17490

来源：国家发改委，国金证券研究所

图表9：规划建设的抽水蓄能电站

规划建设			
桃花寺	天津蓟县	4 × 250MW	1000
板桥峪	北京密云县	4 × 250MW	1000
丰宁一期	河北丰宁县	6 × 300MW	1800
丰宁二期	河北丰宁县	6 × 300MW	1800
文登	山东文登市	4 × 450MW	1800
遥桥峪	北京市密云县	4 × 250MW	1000
郭家湾	河北涿鹿县	4 × 250MW	1000
南对峪	北京密云县	5 × 300MW	1500
大黑汀	河北迁西县	4 × 200MW	800
横山岭	河北灵寿县	4 × 250MW	1000
汾河二库	山西太原市	4 × 200MW	800
文峪河	山西文水县	4 × 300MW	1200
青岛	山东青岛市	4 × 350MW	1400
海阳	山东海阳市	4 × 250MW	1000
方溪	浙江缙云		1800
天荒坪二期	浙江安吉	6 × 350MW	2100
五华	广东省梅州市五华县	8 × 300MW	2400
天池	河南	4 × 300MW	1200
东江	湖南		500
荒沟	黑龙江	4 × 300MW	1200
桓仁	辽宁	4 × 200MW	800
蟠龙	重庆	4 × 300MW	1200
清原	辽宁	4 × 375MW	1500
马山	江苏	2 × 350MW	700
深圳	广东	4 × 300MW	1200
徂徕山	山东	6 × 300MW	1800
乌龙山	浙江	8 × 300MW	2400
伍员山	江苏		1500
宝泉二期	河南	4 × 300MW	1200
竹海	江苏	6 × 300MW	1800
永泰	福建	4 × 300MW	1200
敦化	吉林	4 × 300MW	1200
阳江	广东	6 × 400MW	2400
总计			45200

来源：国家发改委，国金证券研究所