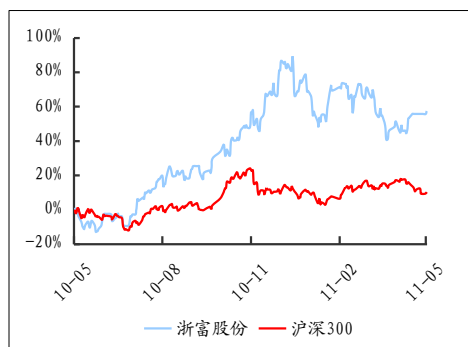


评级：谨慎推荐（首次）**增发进入核电领域，开始第二轮高速增长**

报告时间：2011年05月10日

——浙富股份（002266）投资价值分析

市场数据（截至05月10日）：

所属行业	电力设备
最新价格	42.60元
上证指数	2890.63
深圳综指	12216.94
沪深300指数	3153.22

分析师：于宏

执业证书编号：S0770511030001

联系人：蔡文彬

电话：(0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

邮编：030012

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>**➤ 国家放开水电审批权，“十二五”水电发展加快**

在国家政策支持下，目前水电项目审批已经开始提速，2010年国家审批水电项目1600万千瓦，大幅超过2007-2009年平均水平；2011年一季度，就有共计870万千瓦的大型水电项目获批。在水电开发提速的大背景下，水电设备制造企业因其高业务弹性将最先直接受益。按照水电设备单位千瓦成本在1100~1200元测算，“十二五”新开工1.2亿千瓦水电项目对应的设备市场容量将达到1300~1400亿元，平均每年约210~230亿。

➤ 调峰电源不足，抽水蓄能电站建设将提速

截至2010年底我国抽水蓄能电站的总装机容量约为1900万千瓦，占全国总装机容量的比例不足2%，远低于10-12%的合理水平。更为重要的是，我国近年加快了核能、风能以及太阳能等新能源的开发利用，而这些清洁能源电力都需要建设大批抽水蓄能电站来配套。“十二五”期间我国新开工抽水蓄能电站规模约5000万千瓦，有望带来1000亿元的水电设备需求。因此，未来抽水蓄能机组设备市场空间巨大。

➤ 国内外市场并举，步入第二轮高速增长期

2005-2007年浙富股份经历了其第一轮快速增长期，但随后因水电审批暂停等原因，公司2008-2010年业务增长趋缓。在国家2010年下半年重启水电审批，海外市场业务取得进展的背景下，公司水轮发电机组订单迅速增长。我们预计，在大量订单支持下，公司已经进入到第二轮高速增长期，未来两年将保持较快速度增长。

➤ 增发布局核电、小水电设备领域

公司5月10日公告，拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过8.9亿元，用于水轮发电机组生产技术改造、增资临海电机以及增资华都公司等项目。此举将公司布局扩展至核电、小水电设备领域，培育新的利润增长点，增强公司的长期竞争力。

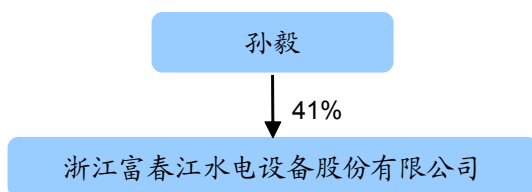
投资建议：预计浙富股份2011、2012年每股收益分别为1.25元、1.64元，目前股价对应市盈率分别为34、26倍。相对比于公司未来的成长性而言，目前股价仍具有一定的估值优势。我们认为，在巨额订单支持下，公司已经进入到第二轮高速增长期，看好公司未来的增长前景，首次给予“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示：系统性风险将带来个股估值的大幅波动，请投资者注意风险。

一、公司简介

浙富股份是由成立于 2004 年 3 月 26 日的浙江富春江水电设备有限公司于 2007 年 8 月整体变更设立。公司前身富春江水电的发起人大部分系原富春江水电设备总厂系统内骨干人员，均拥有多年从事水轮发电机制造的经验，在行业内具备一定业务积淀。由于经验丰富员工构成了公司在设立之初的核心管理及技术团队，因此，公司在成立后，借助于国家大力发展水电的政策，浙富股份的业务取得了快速发展。2005-2007 年公司营业收入复合增长率高达 121%，并形成了涵盖混流式机组、轴流式机组和贯流式机组三大机型的产品结构，跻身大中型水轮发电机组制造商行业。根据中国证监会核准，浙富股份于 2008 年 8 月 6 日在深证交易所上市交易。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、大同证券研究部

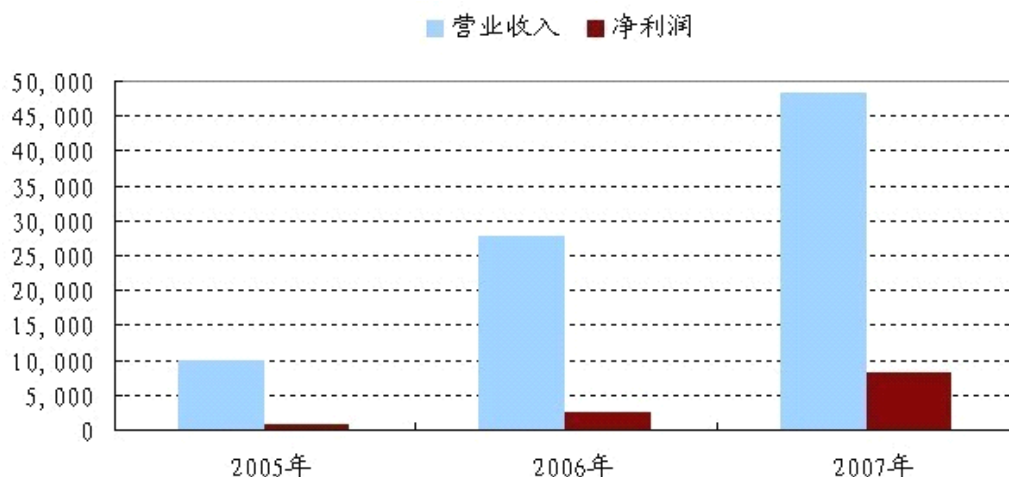
目前，浙富股份是国内大中型水轮发电设备行业六大生产企业之一，产品覆盖主流的混流式机组、轴流式机组和贯流式机组。其中，在混流式机组方面，公司现已有能力制造 600MW 的混流机组。而且公司有生产潮汐发电机组，并完成首例潮汐发电机组对外出口的履历，有望受益于国家未来的潮汐资源开发。可见，公司虽然成立时间较短，但发展迅速，具备了一流的水轮发电机组技术、制造能力，而且项目履历良好，为未来发展打下了坚实基础。

二、国家放开水电审批权，“十二五”水电发展加快

1、受行业低迷影响，上市后业务增速放缓

2004 年成立后，浙富股份抓住自 2003 年以来国家鼓励水电开发，水轮发电设备需求旺盛的机遇，快速成长。在 2005 年公司主要还是生产小型水轮发电机，2006 年便成功跻身大中型水轮发电机组制造商行列。同时，依靠公司在水轮发电机领域的传统优势，公司持续获得稳定订单，营业收入也快速增长。统计数据显示，2005-2007 年公司营业收入的复合增长率为 121%，净利润复合增长率高达 241%。这是公司的第一轮快速成长期。

图表 2 2005-2007 年第一轮快速成长期

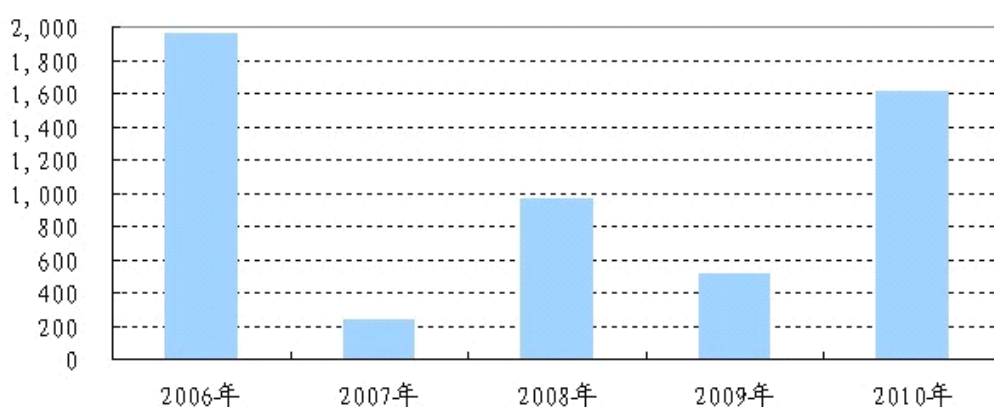


资料来源：大同证券研究部

公司 2008 年上市后，营业收入和净利润增速明显放缓，其中 2010 年营业收入和净利润同比分别增长了 11.04% 和 12.45%，远低于第一轮快速成长期的水平。我们分析认为，“十一五”期间，因移民、环保、用电需求放缓等问题，国家收紧水电项目审批，导致了公司订单大幅减少。这是近年公司业务增速下滑的主要原因。

统计数据显示，2007-2009 年是我国水电审批的低潮期，其中 2007 年仅审批 230 万千瓦左右。“十一五”期间，累计获得审批的水电项目总计只有 5280 万千瓦，远低于当期水电机组投产量。

图表 3 “十一五”期间水电审批情况



资料来源：大同证券研究部

2、国家放开水电审批权，“十二五”水电发展加快

随着 2010 年以来经济复苏带动全国用电需求大幅增长，以及 2020 年非化石能源占比达 15% 硬性约束目标的确定，国家重新开始重视水电资源的开发问题，并在 2010 年下半年重新启动了大中型水电站建设项目的审批。而且根据最新制定的国家“十二五”规划纲要，要求“在做好生态保护和移民安置的前提下积极发展水电，重点推进西南地区大型水电站建设，因地制宜开发中小河流水能资源，科学规划建设抽水蓄能电站。”因此，我国水电资源开发已经重新回到“积极发展”的道路上。

根据国家对水电开发的初步规划，至 2020 年时水电装机容量应达 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.3 亿千瓦以上，抽水蓄能电站达到 0.5 亿千瓦。考虑到大型水电站 5-8 年的建设周期，要达到以上目标，“十二五”常规水电开工项目规模至少在 1.2 亿千瓦，也就是年开工目标达 2400 万千瓦。

在国家政策支持下，目前水电项目审批已经开始提速，2010 年国家审批水电项目 1600 万千瓦，大幅超过 2007-2009 年平均水平。2011 年一季度，国家发改委已经陆续批准了澜沧江糯扎渡水电站工程项目、金沙江阿海水电站工程项目等共计 870 万千瓦的大型水电项目，预计今年全年获批项目将远超去年。在水电开发提速的大背景下，水电设备制造企业因其高业务弹性将最先直接受益。按照水电设备单位千瓦成本在 1100~1200 元测算，1.2 亿千瓦对应的设备市场容量将达到 1300~1400 亿元，“十二五”期间平均每年约 210~230 亿。

3、调峰电源不足，抽水蓄能电站建设将提速

抽水蓄能电站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。据估计，截至 2010 年底我国抽水蓄能电站的总装机容量约为 1900 万千瓦，占全国总装机容量的比例不足 2%。而从国外发展经验看，为保证电力系统以最佳方式运行，抽水蓄能电站在电力系统中的合理比例为 10-12%。因此，我们国家的抽水蓄能电站建设力度还远远不够。

更为重要的是，为了确保完成至 2020 年非化石能源占一次能源比例达到 20% 的目标，我国近年加快了核能、风能以及太阳能等新能源开发利用，而这些清洁能源电力都需要配套调峰电源的支撑。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。如果按照 2020 年建成 7000 万千瓦核电和 1.5 亿千瓦风电装机计算，大约需要匹配的抽水蓄能电站容量将达到 5500 万千瓦。相比目前 1900 万千瓦的规模，我国抽水蓄能电站还很缺乏。

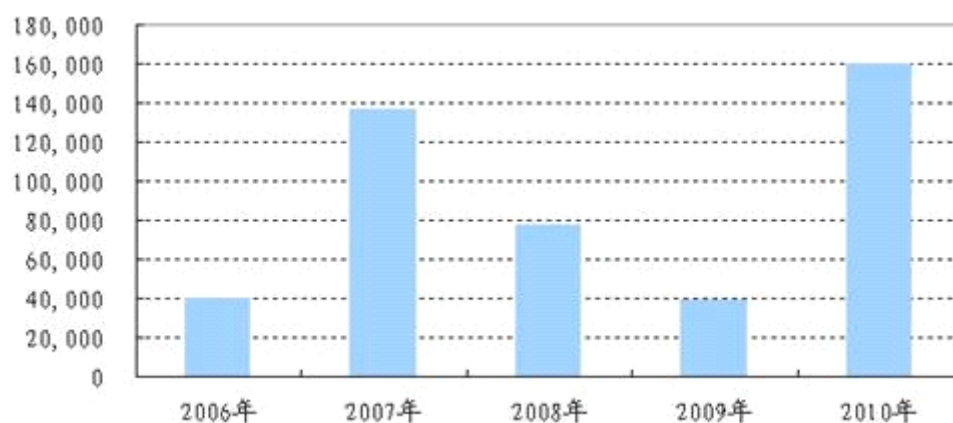
国家“十二五”规划纲要明确指出，要“科学规划建设抽水蓄能电站”，这表明了国家对抽水蓄能电站建设重视程度的提升。据媒体报道，“十二五”期间我国新开工抽水蓄能电站规模有望达到甚至超过 5000 万千瓦，预计未来抽水蓄能建设将迎来大好时机。按照目前国内抽水蓄能电站每千瓦 5000 元的造价，共有 2500 亿的投资；其中抽水蓄能发电机组约占总投资的 40%，即 1000 亿元。可见，未来抽水蓄能机组设备市场空间巨大。

三、国内外市场并举，步入第二轮高速增长期

经历过去七年的发展，浙富股份具备了良好的项目履历，以及产品价格优势，未来有望进一步提升公司的国内市场份额。同时，近年浙富股份积极进军海外市场，加大了自主投标和以公司为主的投标工作，逐步扩大了公司在国际市场上的影响力，国外订单比例正在不断上升。

在国家重启水电审批的 2010 年，浙富股份新增订单高达 16 亿元，累计待执行订单已有 19 亿元。其中，公司海外市场开拓情况良好，海外订单占 2010 年新接订单金额的约四分之一。可见，公司目前已经初步形成了国内国际市场并举的格局。

图表 4 “十一五”期间公司订单签订情况



资料来源：大同证券研究部

在订单结构方面，常规水轮发电机组仍然是订单主力，在手订单也以常规机组为主。而公司相关设计生产能力也不断提升，现已具备制造 600MW 混流式机组的能力，而目前全球容量最大的混流式机组是三峡 700MW 机组。在设计水平和生产能力不断提升的支撑下，在“十二五”积极发展水电的大背景下，公司未来常规水轮发电机组业务将继续快速增长。

图表 5 2010 年以来公司重大项目中标情况

中标项目	机组规模	中标金额	交货日期
北山抽水蓄能电站	2×100MW	15775 万元	2013 年 11 月底前
大渡河枕头坝一级水电站	4×180MW	48500 万元	2014 年 8 月 31 日前
桃源水电站	9×20MW	35790 万元	2014 年 4 月 1 日前
藏木水电站	3×87.2MW	14401.95 万元	2014 年 12 月 1 日前

资料来源：公司公告、大同证券研究部

其它类型的水电机组方面，我们预计公司抽水蓄能发电机组业务突破在即，而潮汐发电机组业务发展则尚需时日。在前面我们提到了国家建设抽水蓄能电站的紧迫性，以及抽水蓄能机组市场的可预见性。而浙富股份作为具备抽水蓄能机组生产能力的企业，未来将直接受益于抽水蓄能电站建设的提速。2011 年 5 月 9 日，公司公告了北山抽水蓄能电站 2×100MW 机组的中标公告，预示公司抽水蓄能机组业务已经取得初步突破，未来抽水蓄能机组业务有望成为公司新的增长点。

综上所述，2005-2007 年浙富股份经历了其第一轮快速增长期，但随后因水电审批暂停等原因，公司 2008-2010 年业务增长趋缓。但在 2010 年下半年国家重启水电审批，公司海外市场开发取得进展后，公司水轮发电机组订单迅速增长。我们预计，在大量订单支持下，公司已经进入到第二轮高速成长期，未来两年将保持较快速度增长。

四、增发布局核电、小水电设备领域

2011 年 5 月 10 日浙富股份公告了非公开发行预案，公司拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过 8.9 亿元，用于水轮发电机组生产技术改造、增资临海电机以及增资华都公司等项目。

图表 6 本次增发资金用途情况

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

资料来源：公司公告、大同证券研究部

1、技术改造项目弥补产能不足问题

以 2010 年浙富股份承接订单的机组台套数量统计，贯流式和轴流式水轮发电机组占各类产品总台套数的比例超过 60%，这两种机组产能不足的矛盾已经逐渐凸显。公司通过实施“大型灯泡贯流式和轴流转桨式水轮发电机组生产技改项目”，能针对性缓解贯流式和轴流式水轮发电机组的产能瓶颈，并对公司其他类型水轮发电机组生产能力形成补充。

2、增资临海电机发展中小型水轮发电机业务，有助于发挥协同效应

小水电是水电资源开发中的重要组成部分。相比较于大中型水电站，小水电开发不存在大量水体集中和水库移民问题，具有规模适宜、技术成熟、投资少、就近供电等优点。同时，小水电能够解决农村无电地区的用电问题，在电网延伸供电不经济的地区可充分发挥作用。

我国具有丰富的水电资源。根据国家发改委下发的《可再生能源中长期发展规划》，我国小水电担负着全国近二分之一国土面积、三分之一的县、四分之一人口的供电任务，全国小水电装机容量在 2010 年和 2020 年将分别达到 5,000 万千瓦和 7,500 万千瓦。此外，小水电在东南亚等我国水电设备出口集中的国家和地区也得到了较为广泛的应用，未来出口市场空间较大。

浙富股份目前承接的订单中，中小型水轮发电机组占据了较大比重，挤占了公司大中型水轮发电机组的产能。目前中小型水轮发电机需求旺盛，公司通过增资临海电机能在不影响本部大中型水轮发电机业务的基础上，进一步完善全系列产品制造能力的产业布局，扩大市场占有率。此外，公司刚成立时也以生产中小型水轮发电机组为主，具有相关的生产经验；公司利用其现有业务优势扩充中小型水轮发电机组生产能力，将有助于发挥中小型和大中型水轮发电机组业务的协同效应。

3、增资华都进入核电领域，培育新的利润增长点

浙富股份拟以本次发行募集资金约 1.80 亿元对华都公司增资，并由其作为法人主体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，华都公司的另一股东核动力院将以 ML-B 型核电控制棒驱动机构相关专利权、专有技术、设计图纸等知识产权进行同比例增资。该次增资的价格为每一元注册资本的对价为一元，增资完成后，公司持有华都公司 66.67% 的股权不变，华都公司另一股东核动力院仍持有其 33.33% 的股权。

本次增资首先需要公司完成对普什宁江持有的华都公司 66.67% 的股权收购，以及核动力院以其拥有的相关知识产权出资得到有权国有资产主管机关的批准。若能顺利完成，公司

将借助于核动力院及中国核仪器设备总公司，以高起点进入核电装备制造行业，将核电设备业务打造成公司新的利润增长点。

五、投资建议

我们预计浙富股份 2011、2012 年每股收益分别为 1.25 元、1.64 元，目前股价对应市盈率分别为 34、26 倍。相对比于公司未来的成长性而言，目前股价仍具有一定的估值优势。

未来国家积极开发水电的决心非常明确，浙富股份作为国内重要的水轮发电设备生产商，将直接受益于国家大规模的水电资源开发。同时，公司国内国际市场并举格局已经形成，海外市场发展对国内市场将形成有益补充。我们认为，在巨额订单支持下，公司已经进入到第二轮高速成长期，未来两年将保持较快速度增长。而此次增发项目将公司布局扩展至核电、小水电设备领域，增强公司的长期竞争力。因此，我们看好公司未来的增长前景，首次给予“谨慎推荐”的投资评级。

图表 7 盈利预测结果

项目	2010A	2011E	2012E
主营收入（万元）	92,390	129,346	168,149
主营收入增长率	11.04%	40.00%	30.00%
EBITDA（万元）	18,825	26,303	34,193
EBITDA增长率	23.80%	39.73%	29.99%
净利润（万元）	13,860	18,733	24,499
净利润增长率	8.90%	35.16%	30.78%
EPS（元/股）	0.93	1.25	1.64

资料来源：大同证券研究部

风险提示

国家水电资源开发再度放缓；钢材等原材料价格大幅上涨的风险；增发完成时机以及成功与否，均具有较大的不确定性。

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并注册为注册分析师, 保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。

在研究人员所知情的范围内本公司、作者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。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	"+"表示市场表现好于基准, "-"表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

本报告由大同证券经纪有限责任公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)制作。

本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。

本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。