

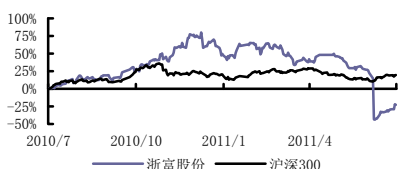
投资品 - 电气设备

2011 年 7 月 19 日

市场数据	2011 年 7 月 15 日
当前价格 (元)	22.61
52 周价格区间 (元)	16.00-51.22
总市值 (百万)	6766.72
流通市值 (百万)	3082.98
总股本 (百万股)	299.28
流通股 (百万股)	136.35
日均成交额 (百万)	44.79
近一月换手 (%)	53.09%
Beta (2 年)	
第一大股东	孙毅
公司网址	http://www.zhefu.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	31.47%	21.54%
净利率	15.00%	8.83%
净资产收益率	12.51%	12.67%
总资产收益率	6.66%	6.21%
资产负债率	45.77%	57.69%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	23.55	37.01
市净率	3.06	4.16

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
浙富股份	27.80%	15.83%	62.17%
沪深 300	4.08%	-7.09%	17.42%

分析师: 颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

联系人: 郭江龙

0755-83077462-8284

guojl1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪、郭江龙, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

受益行业复苏, 快速增长可期

—浙富股份 (002266) 深度研究报告

评级: 增持

主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	924	1250	1850	2400
收入同比 (%)	11%	35%	48%	30%
归属母公司净利润	139	183	279	365
净利润同比 (%)	9%	32%	53%	31%
毛利率 (%)	31.5%	31.0%	31.0%	31.0%
ROE (%)	12.5%	14.6%	18.2%	19.2%
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.93	1.22
P/E	48.09	36.44	23.85	18.26

资料来源: 世纪证券研究所

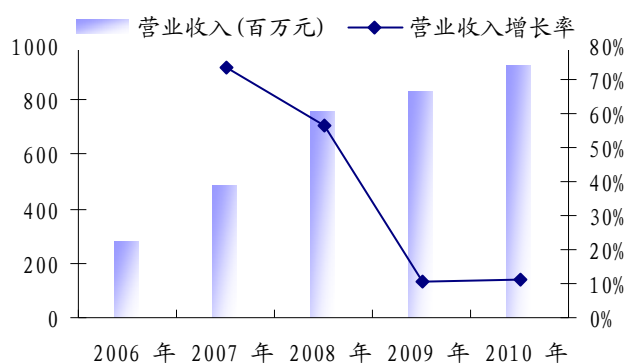
- **政策引导下, 水电行业全面复苏。**“十二五”期间, 我国将优先开发水电, 水电建设将全面复苏。预计到 2015、2020 年, 全国常规水电装机将分别达到 2.84 亿、3.3 亿千瓦; 抽水蓄能机组装机将分别达到 3000 万千瓦、8000-11000 万千瓦。大规模的水电建设将带来超过 1500 亿元的设备投资。考虑到 4-6 年的建设周期, 大部分设备投资将在未来五年内完成招标。此外, 我国潮汐资源丰富, 目前开发率极低, 未来大规模开发的可能性较大。
- **公司业务亮点多。**公司常规水电机组业务持续向好, 预计未来有望获得年均超过 12 亿元的市场订单。5 月份, 公司实现了抽水蓄能机组业务的零突破, 在技术不弱、经验不缺、成本占优的情况下, 公司有望持续获得抽水蓄能机组订单。公司潮汐发电机组制造能力世界领先, 相关产品已得到市场的认可。一旦潮汐发电市场被打开, 公司潮汐发电机组业务或将带来巨大惊喜。
- **订单承接能力强、业绩增长有保障。**公司 2010 年新增订单达 16 亿元, 待执行订单金额超 19 亿元, 双双创历史新高。预计 2011-2013 年新增订单金额将分别达到 20、25、30 亿元, 未来增长明确。
- **完善产业布局, 向一流清洁能源设备供应商迈进。**此次定增募投项目完成之后, 公司将形成以本部大中型水电设备及抽水蓄能设备制造为主导, 兼顾中小水电设备及特种电机制造, 向上延伸至高端核电设备生产与制造的产业布局。
- **盈利预测与投资评级:**预计公司 2011-2013 年实现 EPS 分别为 0.61、0.93、1.22 元, 对于 PE 分别为 36.44、23.85、18.26 倍。考虑公司处于业务快速发展期, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:**水电建设投资低于预期风险; 上游原材料大幅上涨导致盈利能力下降风险; 定增募投项目低于预期风险。

公司是国内最大的民营水电设备制造商

公司成立于 2004 年，主营业务为成套水轮发电机组的研制、生产及销售，产品涵盖了贯流式水轮发电机组、轴流式水轮发电机组、混流式水轮发电机组、抽水蓄能发电机组及其他发电设备部件，以及电站机电设备工程总承包。

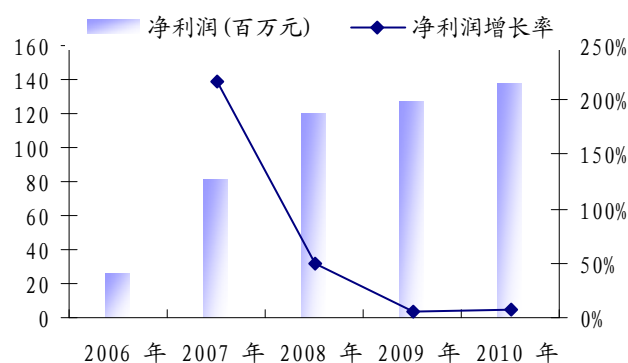
成立以来，公司业绩稳步增长，目前是我国最大的民营水电设备制造商。

Figure 1 公司主营收入及增长情况



数据来源: wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司净利率及增长情况

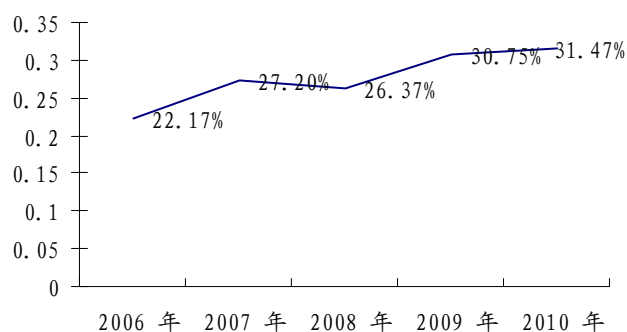


数据来源: wind 资讯、世纪证券研究所

公司 2009、2010 两年主营收入和净利润增速缓慢，主要原因是 2007-2009 三年期间我国水电建设力度放缓（2007-2009 三年期间，水电核准项目分别只有 234 万千瓦、724 万千瓦和 737 万千瓦，相比于 2006 年 1955 万千瓦的核准量，降幅巨大），这直接影响了公司 2008、2009 年的订单数量，从而导致了公司 2009、2010 年业绩增长缓慢。

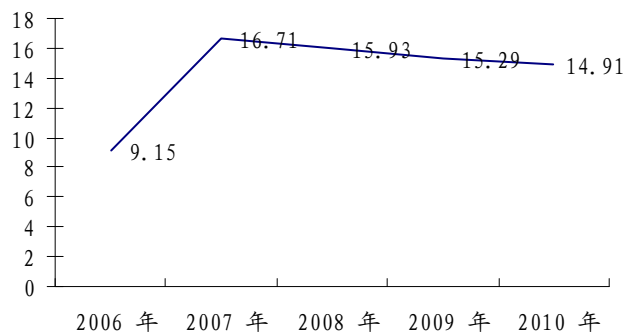
作为民营水电设备制造商，公司保持着较强的成本控制能力和盈利能力。近年来，公司毛利率得到持续提升，净利率也保持较为平稳态势。

Figure 3 公司毛利率持续提升



数据来源: wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 公司净利率保持平稳态势



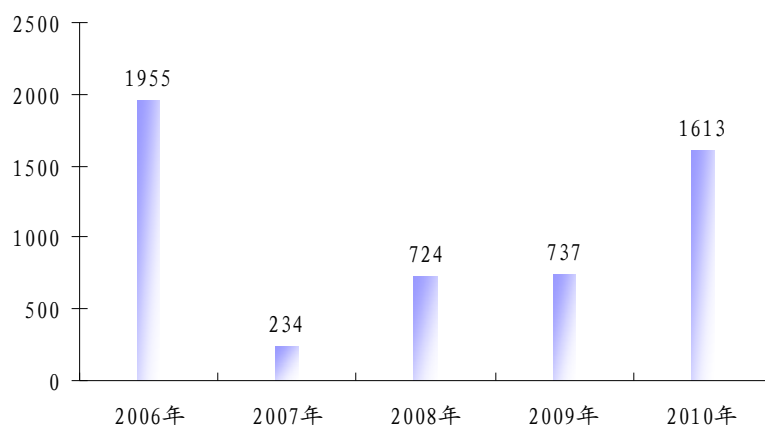
数据来源: wind 资讯、世纪证券研究所

传统水电机组业务迎来发展新篇章

政策引导下，水电开发进入新阶段

“十一五”期间，我国水电发展严重滞后，2006-2010 五年间核准建设的水电容量仅有 5263 万千瓦，远低于“十一五”7000 万千瓦的水电规划核准装机容量。尤其是 2007-2009 三年间，全国水电核准容量更是降到了谷底，分别只有 234 万千瓦、724 万千瓦、737 万千瓦。这导致了我国水电“十一五”建设规模远低于预期。

Figure 5 “十一五”我国核准水电装机容量（万千瓦）



数据来源：世纪证券研究所

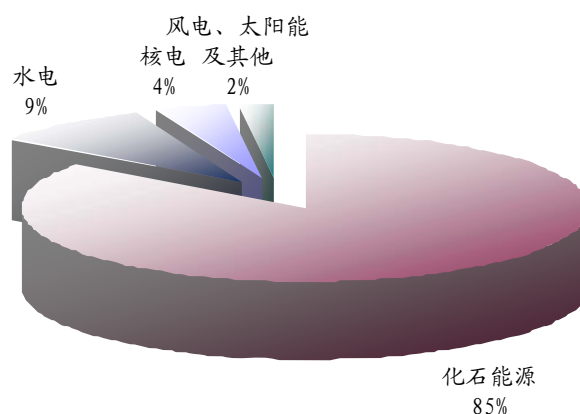
“十一五”期间我国水电发展停滞的主要两个原因是环保和移民问题。前者担忧水电建设会造成生态环境的破坏，后者会给水电项目所在地原有居民生活和生产带来诸多麻烦和不便。

兴建大型水利项目，多少会改变原有生态环境，对原有生态平衡造成一定冲击，但影响程度和影响范围，目前尚无定论。全世界范围来看，水电开发程度最高的那些国家并未因水电开发而造成严重的生态破坏问题。水电建设多少影响或改变原有生态环境，但并不必然导致生态破坏。实践证明，水电开发不是不可以，而应是合理开发。

年内或将出台的电力“十二五”发展规划将水电开发摆在了“优先”位置，重新确认了水电开发在电力发展中的重要地位。电力发展的原则将是：**优先开发水电**；优化发展煤电；高效发展核电；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。同时，规划将**水电在我国能源需求结构中的占比提高至 9%**。日本核事故之后，全球核电发展降至冰点，我国核电新项目审批也被迫暂停。在其他清洁能源（风水、太阳能）难以大规模推广和应用的前提下，我们认为，如果不大力开发水电项目，2020 年非石化能源占比一次能源消费比重达 15% 的目标将只能是空谈。

移民与环保问题是目前水电开发过程中遇到的两个最主要的影响因素。规划提出在国家层面设立移民管理机构，统筹全国水电移民管理协调工作，一方面可以将全国水电移民工作作为一盘棋通盘考虑，统一制定政策标准，使移民的生活和生产长期得到保障；另一方面可以从国家层面整合各方面的力量形成合力。水电开发对环境有一定影响，但更多的是正面的生态和环保效益。针对人们对水电开发所带来的生态环境问题的担忧和认识误区，从尽可能减小水电开发对环境的影响出发，规划提出了水电开发的全过程生态环境保护理念，即在河流规划、勘测设计、施工建设和投产运行全过程落实和强化生态环境保护，做到同步规划、同步建设和同步运行。我们认为，制约水电开发最主要的两个因素得到了合理解决，水电建设即将迎来“黄金十年”。

Figure 6 2020 年我国能源需求构成

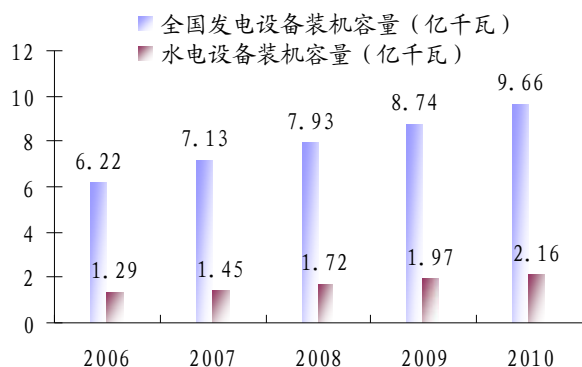


资料来源：国家能源局、世纪证券研究所

公司将充分受益国内水电大开发

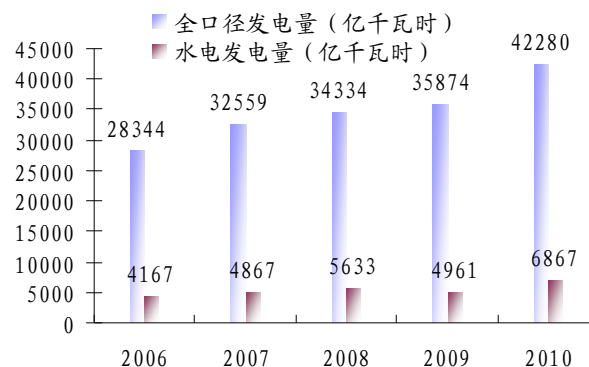
据中电联数据统计，截至 2010 年年底，我国水电装机容量为 2.16 亿千瓦，占全国发电总装机容量约 22%；水电年发电量为 6867 亿千瓦时，占全国总发电量约 16.3%。整体而言，水电装机容量及发电量在电力中的占比依然较低。

Figure 7 “十一五”期间我国水电装机容量



数据来源：中电联、世纪证券研究所

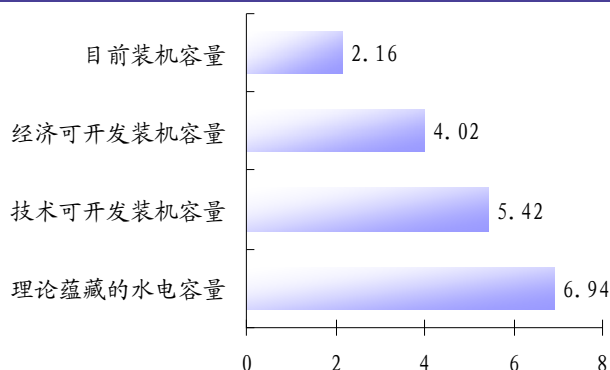
Figure 8 “十一五”期间我国水电发电量情况



数据来源：中电联、世纪证券研究所

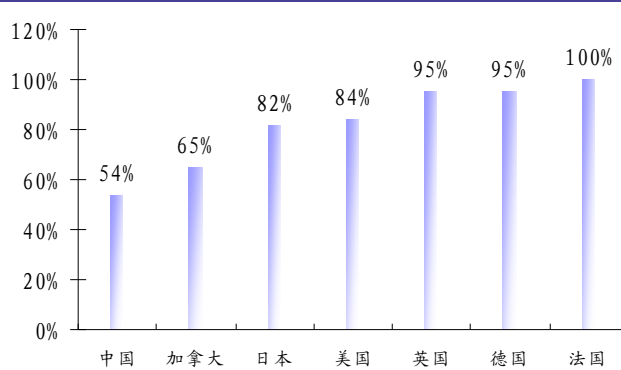
我国水力资源理论蕴藏年发电量为 6.08 万亿千瓦时，平均功率 6.94 亿千瓦；技术可开发装机容量 5.42 亿千瓦，年发电量 2.47 万亿千瓦时；经济可开发装机容量 4.02 亿千瓦，年发电量 1.75 万亿千瓦时。截至 2010 年年底，我国水电开发程度（按经济可开发装机容量计算）仅为 54%，与发达国家 70% 的开发程度尚有差距。

Figure 9 我国水力资源结构（单位：亿千瓦）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

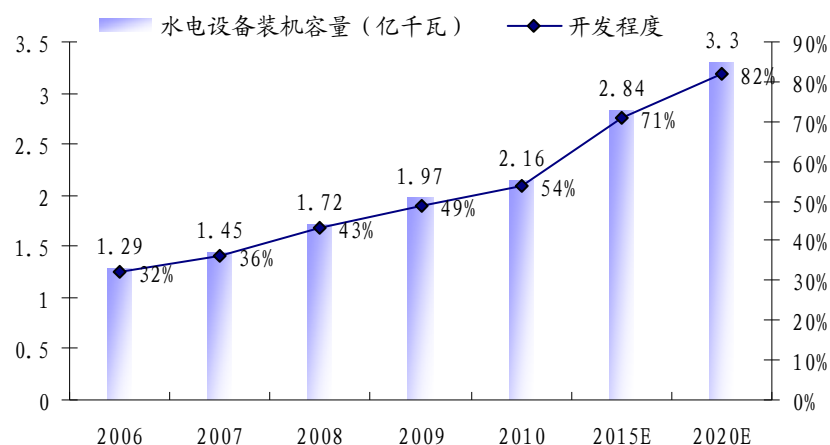
Figure 10 我国水电开发程度与发达国家存在较大差距



数据来源：世纪证券研究所

我国水电中长期发展目标是：到 2015 年，全国常规水电装机预计达到 2.84 亿千瓦左右，水电开发程度达到 71% 左右（按经济可开发容量计算，下同），其中东部和中部水电基本开发完毕，西部水电开发程度在 54% 左右；到 2020 年，全国水电装机预计达到 3.3 亿千瓦左右，全国水电开发程度为 82%，其中西部水电开发程度达到 67%；到 2030 年全国水电装机容量 4.5 亿千瓦，超过经济可开发容量，除西藏外，全国水电基本开发完毕。

Figure 11 水电装机增长情况 (亿千瓦)



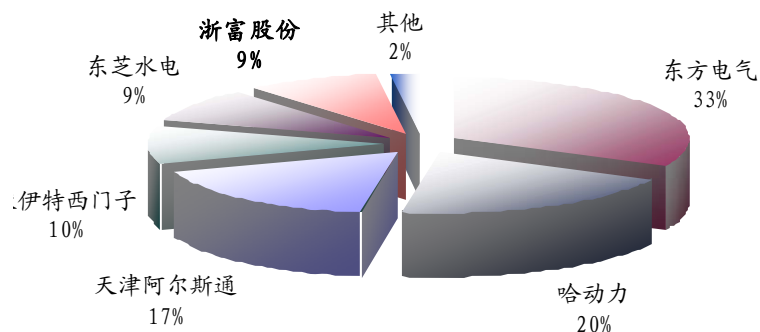
数据来源：中电联、世纪证券研究所

水电站建设周期一般为 4-6 年, 大型的可能要达到 6-8 年。按照 2010 年底 2.16 亿千瓦的装机量 (在建规模约为 0.66 亿千瓦), 要实现 2020 年 3.3 亿千瓦的装机容量, 2011 年-2015 年五年间需要核准开工水电项目将在 0.5 亿千瓦左右, 年均核准量约 1000 万千瓦。考虑到目前水电开发程度较低, 可开发潜力较大, 我们认为“十二五”期间我国水电核准开工量超预期的可能性较大。

传统常规水电机组建设成本大概是 800-1200 元/千瓦, 我们以 1000 元/千瓦的中值计算, 未来五年, 常规水电设备招标额将超 500 亿元, 年均投资超百亿元。

2010 年, 公司实现销售收入 9.2 亿元, 约占国内水轮发电市场的 9.2%。随着公司大型机组制造能力和产能的提升, 公司市场份额有望进一步提高。

Figure 12 我国水电设备市场份额



数据来源：世纪证券研究所

海外市场不容忽视

近年来，我国水电设备已大量进入国际市场，在东南亚、西亚地区具有较强的竞争力。公司 2009 年首次进入东南亚市场，获得越南 Khebo 100MW 订单，订单金额达 1.26 亿元；2010 年公司进一步拓展东南亚市场，获得越南、柬埔寨 4 项订单，订单金额高达 2.98 亿元，占比公司 2010 年新增订单 20%。

Figure 13 公司海外市场订单情况

客户名称	订单名称	中标时间	装机容量 (MW)	合同金额(万元)
韩国 Sihwa 潮汐电站	贯流式机组	2006	10*26	31770
日本 Z 项目	部件	2006		277
土耳其 FEKE II 水电项目	混流式、轴流式机组	2007	2*35	5332
土耳其 BURC BENDI 水电项目	混流式、轴流式机组	2007	3*35	2407
越南 Khebo	2 台轴流机组	2009	2*50	12148
越南 NAMMOH 水电站	贯流式机组总承包	2010	2*10	2000
越南松邦五水电站	轴流式机组	2010	2*28.5	8040
柬埔寨达岱河水电站	混流式水轮机组	2010	3*84.6	6935
柬埔寨额勒赛	混流式水轮发电机	2010	2*105, 2*67.7	12844

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司目前已经成立了国际工程部，专门针对海外市场，从事机电设备总成套、包括变压器等业务，目标市场包括东南亚、土耳其、韩国、中亚等在内的多个国家，未来还有可能向南美等市场拓展。

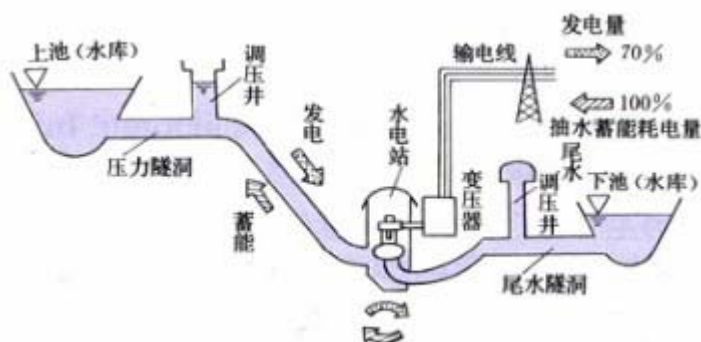
其中，东南亚地区水力资源丰富，技术可开发量高，而目前该地区水力资源开发率低，未来开发潜力巨大。据统计，截至 2009 年年末，印度水电装机容量仅为 3660 万千瓦，开发程度不到 30%。根据印度水电发展规划，2012-2016 年新增水电装机容量将到 2000 万千瓦。此外，巴基斯坦计划到 2017 年建成 17 座水电站，总装机容量或将超过 510 万千瓦。东南亚各国水电设备制造能力较低，大部分水电设备设备依靠进口。公司水电机组在技术和成本上都具有较强的竞争优势，未来有望持续获得海外订单。

抽水蓄能机组业务有望成为公司未来增长亮点

抽水蓄能电站的重要性日渐凸显

抽水蓄能电站是一种具有储能功能的发电方式，兼有发电与储能特性。与常规发电方式相比，其具有其他发电方式没有的储能功能，是当前技术最成熟、最经济的大规模电能储存装置。

Figure 14 抽水蓄能电站示意图



资料来源：中国传动网、世纪证券研究所

与常规水电站最大的区别在于，抽水蓄能电站的水轮机加装了水泵和驱动电机，当水轮机正向旋转时作为水轮机使用发电，反向旋转时作为水泵使用进行抽水蓄能。水泵水轮机是抽水蓄能电站技术含量最高，同时也是最核心的动力设备。

抽水蓄能电站的储能发电效率一般为 70-80%，虽然在储能和发电的过程中耗费了 20-30% 的电能，但抽水蓄能作为一种重要的调峰电源，对提高电网的电能智能，提高新能源的消纳容量等方面具有不可替代的作用，整体而言提高了电网的经济性。具体表现在以下几方面：

(1) 配合风电、太阳能等可再生能源的大规模发展，提高电力系统对可再生能源的消纳能力。作为新能源发电方式的有益补充，抽水蓄能技术可以通过储存电能来平滑新能源发电的随机性和间歇性，从而提高新能源的并网比率与消纳能力。

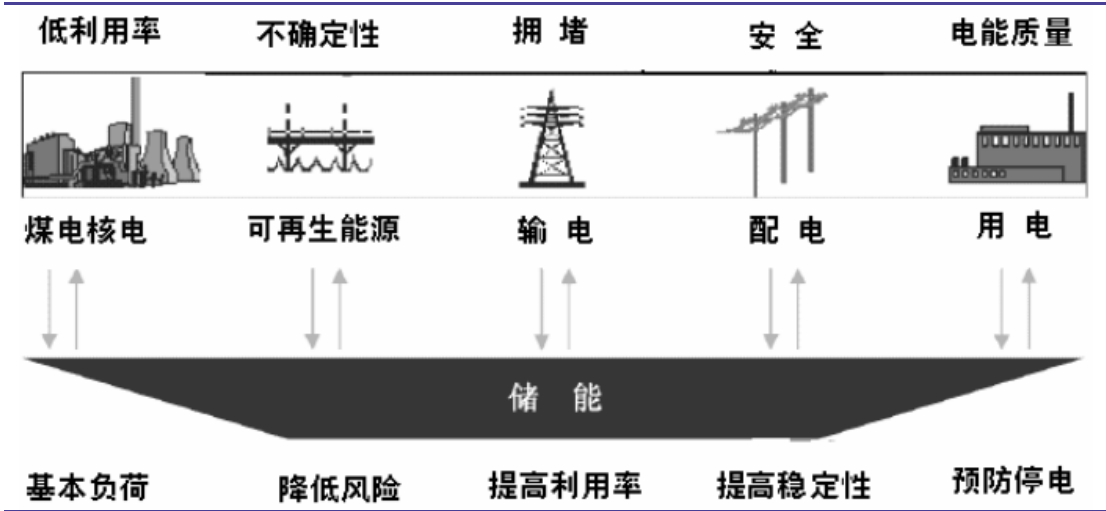
(2) 配合核电大规模发展，减少系统调峰调配压力。建设适当规模的抽水蓄能电站与核电配合运行，可解决核电在基荷运行时的调峰问题，提高核电站的运行效益和安全性。

(3) 配合火电机组运行，实现电力节能功能。抽水蓄能电站调峰填谷具有明显的节煤作用，一是减少了火电机组参与调峰启停次数，提高火电机组负荷率并在高效区运行，降低机组的燃料消耗。二是在经济调度情况下，高峰电由抽水蓄能电站用高效、低煤耗机组发出的电，来替代低效高煤耗机组发出的电。

(4) 提高供电质量，保证电力系统安全稳定运行。煤电机组的调

峰幅度相对较小、调峰能力相对较差，虽能满足系统正常运行要求，但远不能保障电力系统事故情况下的快速调节要求。抽水蓄能电站具有适应负荷快速变化的特性，可快速大范围调节出力。此外，抽水蓄能电站跟踪负荷迅速，能适应负荷的急剧变化，是电力系统中灵活可靠的调节频率和稳定电压的电源，可有效地保证和提高电网运行频率、电压稳定性。再者，抽水蓄能电站利用其调峰填谷性能可以降低系统峰谷差，提高电网运行的平稳性，有效地减少电网拉闸限电次数，减少对企业 and 居民等广大电力用户生产和生活的影响。

Figure 15 抽水蓄能在智能电网中的重要性



资料来源：国家电网、世纪证券研究所

抽水蓄能电站大规模建设即将启动

我国水电中长期发展目标为：到 2015 年，我国抽水蓄能装机将从目前的 1800 万千瓦提升到 3000 万千瓦，到 2020 年，我国抽水蓄能装机达到 8000 万千瓦至 1.1 亿千瓦。相当于“十二五”、“十三五”期间我国将分别增加 1200 万千瓦、5000-8000 万千瓦抽水蓄能装机。目前我国规划建设中的抽水蓄能电站装机容量已达 4520 万千瓦。

我国现已建成和在建抽水蓄能规模大约在 3000 万千瓦。由于抽水蓄能电站建设周期较长（通常为 4-6 年），要实现 2020 年 8000-11000 万千瓦装机容量目标，差额部分（5000-8000 万千瓦）将在未来五年内完成招标。按抽水蓄能机组 1200 元/千瓦造价计算，未来五年，抽水蓄能设备招标金额达 600-960 亿元，年均招标金额或超 150 亿元。

Figure 16 部分规划建设的抽水蓄能电站（截至 2010 年底）

电站名称	所在省份	单机容量 (MW)	机组台数	总装机容量 (MW)
荒沟	黑龙江	300	4	1200
文登	山东	450	4	1800
天池	河南	300	4	1200
东江	湖南	250	2	500
丰宁一期	河北	300	6	1800
丰宁二期	河北	300	6	1800
桓仁	辽宁	200	4	800
蟠龙	重庆	300	4	1200
天荒坪二期	浙江	350	6	2100
清原	辽宁	375	4	1500
马山	江苏	350	2	700
深圳	广东	300	4	1200
徂徕山	山东	300	6	1800
乌龙山	浙江	300	8	2400
桃花寺	天津	250	4	1000
板桥峪	北京	250	4	1000
遥桥峪	北京	250	4	1000
郭家湾	河北	250	4	1000
南对峪	北京	300	5	1500
大黑汀	河北	200	4	800
横山岭	河北	250	4	1000
汾河二库	山西	200	4	800
文峪河	山西	300	4	1200
青岛	山东	350	4	1400
海阳	山东	250	4	1000
方溪	浙江	350	6	1800
五华	广东	300	8	2400
伍员山	江苏	300	5	1500
宝泉二期	河南	300	4	1200
竹海	江苏	300	6	1800
永泰	福建	300	4	1200
敦化	吉林	300	4	1200
阳江	广东	400	6	2400
合计				45200

资料来源：中国抽水蓄能网、发改委、世纪证券研究所

中标仅仅是开始，有望持续获得市场订单

2011 年 5 月 9 日，公司公告中标钟祥市北山抽水蓄能电站 $2 \times 100\text{MW}$ 机组，中标金额为 1.58 亿元。此次中标，实现了公司抽水蓄能业务的零突破，也标志着公司进入了抽水蓄能电站机组的设计、制造领域，为公司今后承接更高量级的机组设备奠定了基础，对公司业绩的增长产生积极、深远的影响。

抽水蓄能水泵水轮机及其他主要部件较常规水电水轮机结构复杂，技术要求高。目前有能力生产制造抽水蓄能电站设备的企业除了公司外还有 5 家，分别为：东方电气、哈动力、天津阿尔斯通、伏伊特西门子及东芝在国内的合资企业。3 家外资企业在设计和制造方面具有较强优势，具有丰富的制造经验和历史业绩；包括公司在内的 3 家内资企业具有政策和成本优势。

在技术和制造能力方面，公司不存在劣势。2008 年 1 月，公司与挪威 Rainpower 公司签署了《全面战略合作协议》，协议约定公司在承接国内水轮发电机组项目时，Rainpower 公司将应公司需求提供研发服务，并将相关技术以收取技术转让费的方式向公司转让。Rainpower 公司是世界顶级的水轮发电机研发机构，其前身为 GE 水电设备研发机构，2007 年 GE 全球范围内推出水电业务后，被收购成独立的研发部门。Rainpower 公司继承了 GE 的水轮机研发技术，在大容量级混流式及抽水蓄能机组等方面具有世界领先优势。公司与 Rainpower 公司的深度合作克服了公司在参与抽水蓄能竞标中所需的生产经验及技术要求。此次中标更加充分说明了公司在抽水蓄能方面的制造能力得到了市场的认可，也为公司下一步开拓抽水蓄能市场奠定了基础。随着抽水蓄能招标的公开化、标准化，预计公司将持续获得抽水蓄能机组的订单。

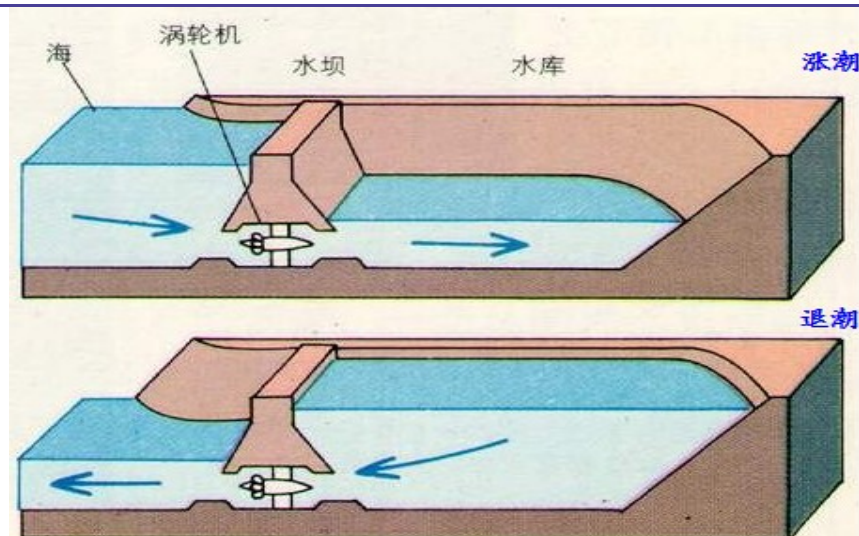
据前面分析，未来五年，我国抽水蓄能设备招标金额或达 600-960 亿元，年均招标金额或超 150 亿元。假设公司未来只占有 10% 的市场份额（公司技术不弱、经验不缺、成本占优，10% 的市场份额只是保守估计），那么，公司将获得年均超 15 亿元的市场订单，超过目前传统水电机组业务，成为公司未来业绩增长的最大亮点。

潮汐发电机组或将带来惊喜

我国潮汐能资源丰富，开发潜力大

潮汐发电是指利用潮汐涨落形成的水位差，冲击水轮机，并带动发电发电的发电方式。自 1913 年德国在北海海岸建立了第一座潮汐发电站，潮汐发电已有上百年的历史。世界上第一座具有商业实用价值的潮汐电站是 1967 年建成的位于法国圣马洛湾朗斯河口的朗斯电站，其装机容量 24 万千瓦，经济效益显著。

Figure 17 潮汐发电原理示意图



资料来源：北极星电力网、世纪证券研究所

潮汐能是可再生的清洁能源，世界上适于建设潮汐电站的国家和地区都在积极参与潮汐能开发。随着技术进步，潮汐发电成本的不断降低，每度电成本只相当于火电的八分之一。今后，将不断会有大型现代潮汐电站建设、投产。

我国是世界上潮汐能丰富的国家之一，海岸线长达 18000 公里。据 1979-1983 年我国对沿海潮汐能资源第二次普查结果显示，我国潮汐能理论蕴藏量为 1.1 亿千瓦，年发电量为 2750 亿千瓦时；可开发的潮汐能装机容量为 2157 万千瓦，年发电量 618.7 亿千瓦时，可开发装机和发电量分别占理论蕴藏量的 20%和 22.5%。目前，我国潮汐电站总装机容量仅有 1 万多千瓦，开发程度极低，未来发展潜力巨大。

公司具备世界一流的潮汐机组制造能力

大型潮汐发电机组在设计原理上与贯流式机组相同，其制造难度主要体现在于适用于海水的新材料的运用和生产工艺的创新。贯流式机组的设计、制造是公司的优势业务。通过自主研发，公司已掌握单机容量 45MW 以下大型贯流式机组设计、制造的成熟自主技术，完全具备了大型

潮汐发电机组的成熟设计能力。就大型潮汐发电机组的制造技术而言，新材料的运用和生产工艺的创新依赖于技术团队的经验积累和摸索。公司的技术团队曾参与中国第一个实验性潮汐电站——浙江江夏潮汐试验电站的研发，拥有丰富实践经验，浙江江夏潮汐试验电站至今运行良好。

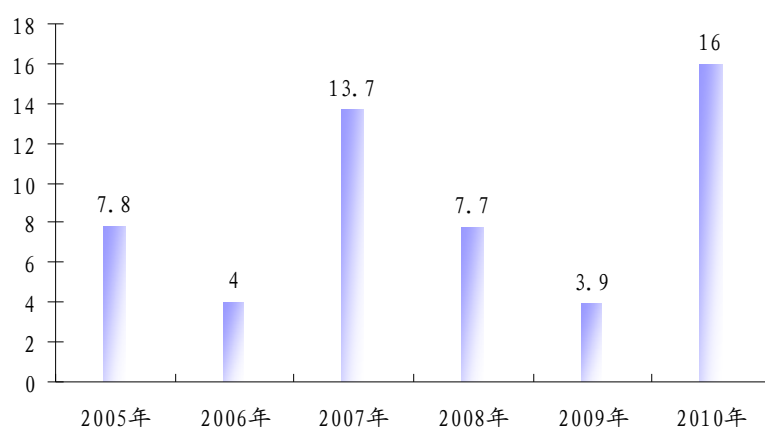
2006 年，公司承接了韩国 SIHWA 潮汐电站工程 10 台机组制造合同，韩国 SHIWA 潮汐电站是目前全球在建中最大的潮汐发电站，公司的中标说明了公司大型潮汐发电机组制造水平获得了充分认可。目前韩国 SIHWA 潮汐电站工程机组设备制造情况良好，部分大型部件已发运安装，并且完全符合客户方的要求。通过参与这一世界标志性潮汐发电站的设备制造，公司进一步提升了自身的制造技术和市场影响力。

随着相关技术和条件的成熟，潮汐发电市场有望进一步打开。凭借在潮汐机组制造方面的技术优势和履历优势，公司潮汐机组业务有望带来惊喜。

订单承接能力强、业绩增长有保障

2010 年下半年起，国家开始重启对大中型水电站建设项目的审批，经过长达三年多的低迷，水电终于迎来了又一个春天。受益于行业的全面复苏，公司 2010 年订单一路飙升，新增订单金额达 16 亿元，待执行订单 19 亿元，双双创历史新高。截至 2011 年 6 月 30 日，公司已公告订单金额达 4.2 亿元（1 亿元以下订单不公告）。对于订单驱动型公司，现有订单就是未来业绩。公司充裕的在手订单将保证未来三年业绩无忧。

Figure 18 公司年度新增订单金额统计（2005-2010，单位：亿元）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 19 公司历史订单一览表 (2005-2011.06)

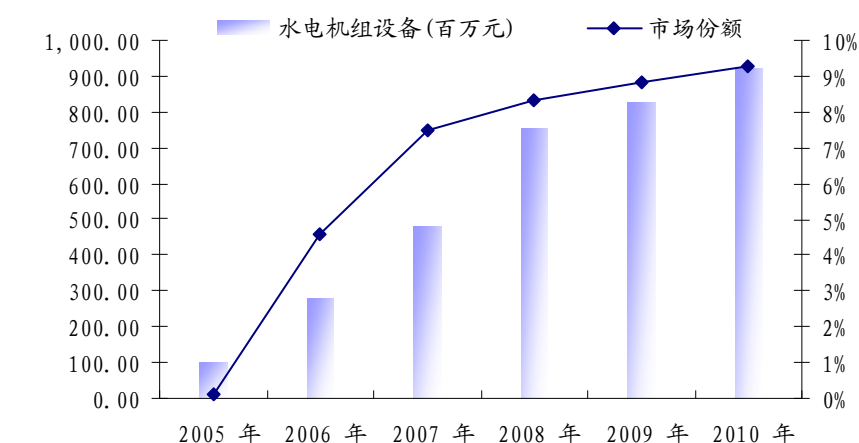
订单时间	中标项目名称	订单类型	交货时间	装机容量 (MW)	合同金额 (万元)
2005	贵州挂治水电站	轴流转桨式机组	2007	3*50	15474
2005	湖南株溪口水电站	灯泡贯流式机组	2009	4*18.5	14950
2005	湖南浪石滩水电站	贯流式机组	2007	3*12.5	7088
2005	贵州白市水电站	立轴混流式机组	2009-2011	3*140	38377
2005	悠溪 0#机 (湖南)	轴流式机组	2008	1*15	2157
2005 年合计					78046
2006	重庆酋酬水电站	混流式机组	2008-2009	2*60	7850
2006	韩国 Sihwa 潮汐	贯流式机组	2010-2012	10*26	31770
2006	日本 Z 项目	部件	2008		277
2006 年合计					39896
2007	海南戈枕水电站	轴流式机组	2010-2012	2*40	6625
2007	四川大渡河深溪沟水电站	轴流式机组	2011	4*165	37430
2007	重庆乌江银盘水电站	轴流式机组	2010-2012	4*150	64140
2007	四川嘉陵江凤仪航电枢纽工程	贯流式机组	2011-2012	3*28	15300
2007	云南石门坎水电站	混流式机组	2011-2012	2*65	4597
2007	土耳其 BURCBENDI 水电站	混流式机组	2010-2012	2*35	2407
2007	土耳其 FEKE II 水电站	混流式机组	2010-2012	3*35	5332
	其他				855
2007 年合计					136686
2008	四川嘉陵江苍溪航电工程	贯流式机组	2010-2011	3*22	18998
2008	湖北潘口水电站	混流式机组	2010-2011	2*250	29800
2008	四川毛尔盖电站	混流式机组	2010-2011	3*150	8631
2008	青海班多	轴流式机组	2010	3*120	17924
	其他				1738
2008 年合计					77091
2009	越南 Khebo	2 台轴流机组	2012	2*50	12148
2009	湖南湘祁水电站	贯流式水轮机组	2010-2012	4*20	9850
2009	南水北调陶岔渠枢纽工程	贯流式水轮机组	2011-2013	2*25	7998
	其他				9124
2009 年合计					39120
2010	西藏藏木水电站	轴流式机组	2011-2014	3*85	14402
2010	湖南阮水桃源水电站	灯泡贯流式机组	2011-2014	9*20	355790
2010	华东电网富春江水力发电厂	发电机组改造			2180
2010	越南 NAMMOH 水电站	贯流式机组	2011-2012	2*10	2000
2010	越南松邦五水电站	轴流式机组		2*28.5	8040
2010	四川飞仙关	轴流式转桨式机组		2*50	9398
2010	柬埔寨达岱河水电站	混流式机组		3*84.6	6935
2010	广西右江鱼梁航运枢纽工程	灯泡贯流式机组	2011-2012	3*20	8600
2010	柬埔寨额勒赛	混流式机组	2011-2012	2*105.1, 2*67.7	12844
2010	四川大渡河枕头坝	轴流转桨式机组	2011-2014	4*180	48500
	其他				11300

2010 年合计					159980
2011	湖北钟祥北山抽水蓄能电站	抽水蓄能机组	2013	2*100	15775
2011	长沙湘江综合枢纽工程	灯泡贯流式机组	2014	6*9.5	25880

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司市场开拓能力强，产品性能、质量稳定，拥有良好的项目履历，具有持续获得市场订单的能力。多年来，公司市场份额稳步提升，主要大客户未发生过流失，双方逐渐形成互惠互利的依存关系，客户群基础稳固并不断扩大。我们预计公司 2011-2013 年新增订单金额将分别达到 20、25、30 亿元。

Figure 20 公司市场份额稳步提高



数据来源：wind 资讯、公司公告、世纪证券研究所

完善产业布局，向一流清洁能源设备供应商迈进

2011 年 5 月 10 日，公司公告非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过 8.9 亿元人民币，用于三个项目的投资及补充流动资金。

Figure 21 公司非公开发行募投项目

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改项目	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、世纪证券研究所

Figure 22 公司募投项目分析

项目	建设期	达产期	达产产能	收入贡献	利润贡献	税后投资内部收益率
大型机组技改项目	2	4	500MW 大型灯泡贯流式及轴流转桨式水轮发电机组	5.6 亿元	0.68 亿元	20.3%
中小型机组及特种发电机组生产建设项目	2.5 年	5 年	300MW 中小型水轮发电机组、1425MW 特种发电机	7.8 亿元	1.01 亿元	20.4%
增资华都公司实施核电设备建设项目	2	5	百万千瓦级核电控制棒驱动机构生产能力，配套核电设备检修专业工具的生产	—	—	—

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

实施技改项目，提高大中型水电机组产能

随着 2010 年以来我国加快水电建设发展速度，水电设备行业需求旺盛，公司承接的订单数量和金额均出现大幅增加，生产任务较为饱满，在部分产品或生产流程上出现了产能不足的情况。以公司 2010 年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逐渐凸显。因此，公司迫切需要实施大型机组技改项目，以缓解贯流式和轴流式机组的产能瓶颈，解决产能问题。

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建设周期为 2 年，第 4 年开始达产。达产后将形成年产 500MW 大型灯泡贯流式及轴流转桨式水轮发电机组的生产能力，正常年份可实现销售收入 56,000 万元(公司目前最大产能约为 16-18 亿元)，实现利润总额 6,824 万元(公司 2010 年经利润为 1.4 亿元)，税后投资内部收益率达 20.3%。

增资临海电机，完善产品系列

公司拟以本次发行募集资金中的 2.5 亿元对下属子公司临海电机增资，并由其作为法人主体实施中小型水轮发电机组及特种发电机建设项目。项目完成后，公司全系列水轮机组产品制造能力的产业布局将得以进一步完善；并且公司特种发电机业务的实力亦将得以巩固及加强。

(1) 小水电市场前景广阔。小型水电站(简称“小水电”)在开发过程中不存在大量水体集中和水库移民问题，规模适宜，技术成熟，投资少、工期短、见效快，可就地开发、就近供电，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，已经成为我国电力结构中的重要组成。目前，我国小水电装机容量约 5000 万千瓦，预计到 2020 年有望超过 7,500 万千瓦。以 1200 元/千瓦的设备造价计算，未来十年，我国小水电设备市场的容量大概在 300 亿元左右。此外，我国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。

(2) 特种电机市场空间可观。该项目拟生产的特种发电机主要为小型同步发电机,可用于配套柴油机从而形成应急式或移动式柴油发电机组,该等柴油发电机组具有体积小、重量轻、安装使用灵活的特点,在移动电源、应急发电(作为医院、银行、机场、通信等行业的备用电源)和抢险救灾等领域有着广泛用途。同时,由于应急式或移动式柴油发电机组应用领域的特殊性以及发电的及时性,目前尚无其他产品能够对其形成有效替代,市场空间十分可观。此外,还将配套建设大型柴油发电机等其他特种发电机的生产能力。目前,公司与富士川崎在特种工业用发电机领域形成了全面战略合作意向,双方将在包括大型柴油发电机等产品领域开展产品制造分包、技术人员交流、科研开发指导等全方位、多层次的合作。与富士川崎的战略合作将进一步增强公司在相关特种发电机制造领域的技术优势和市场竞争力。

牵手中核,进军核电市场

(1) 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。公司拟募资约 1.80 亿元增资华都公司(公司持有 66.67% 的股权),并由其作为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的实施主体。华都公司的另一股东中国核动力研究设计院(简称“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(股权比例 33.33%)。届时,公司将拥有核电控制棒驱动机构的技术研发及生产能力,快速进入并立足核电设备研制行业,形成公司新的业务增长点。

反应堆控制棒驱动器机构是装在反应堆压力容器顶盖座上,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,是实现核反应控制的关键部件,约占核电设备投资的 3%。

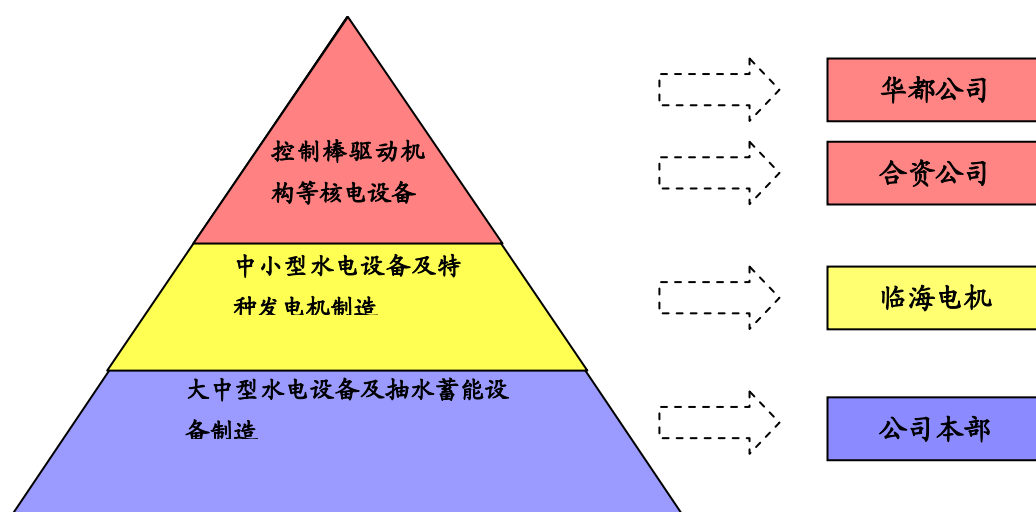
(2) 成立合资公司,从事小型核反应堆设备、核电主辅设备等核电设备制造业务。2011 年 5 月 8 日,公司与中国核动力研究设计院(简称“核动力院”)及中国核仪器设备总公司(简称“中核设备”)签署合作框架协议。三方拟共同注册成立一家合资公司,主要从事小型核反应堆设备、核电主辅设备等核电设备制造业务。核动力院及中核设备在合资公司中的持股比例合计不低于 51%。

与中核集团的高级别合作将帮助本公司高起点迈入核电设备制造行业,以充分发挥公司在高端电力设备制造领域的技术、管理和市场优势,开拓新的产品领域、完善产业布局、增加利润增长点,践行公司“一流洁净能源设备提供商”的战略目标。

向一流清洁能源设备供应商迈进

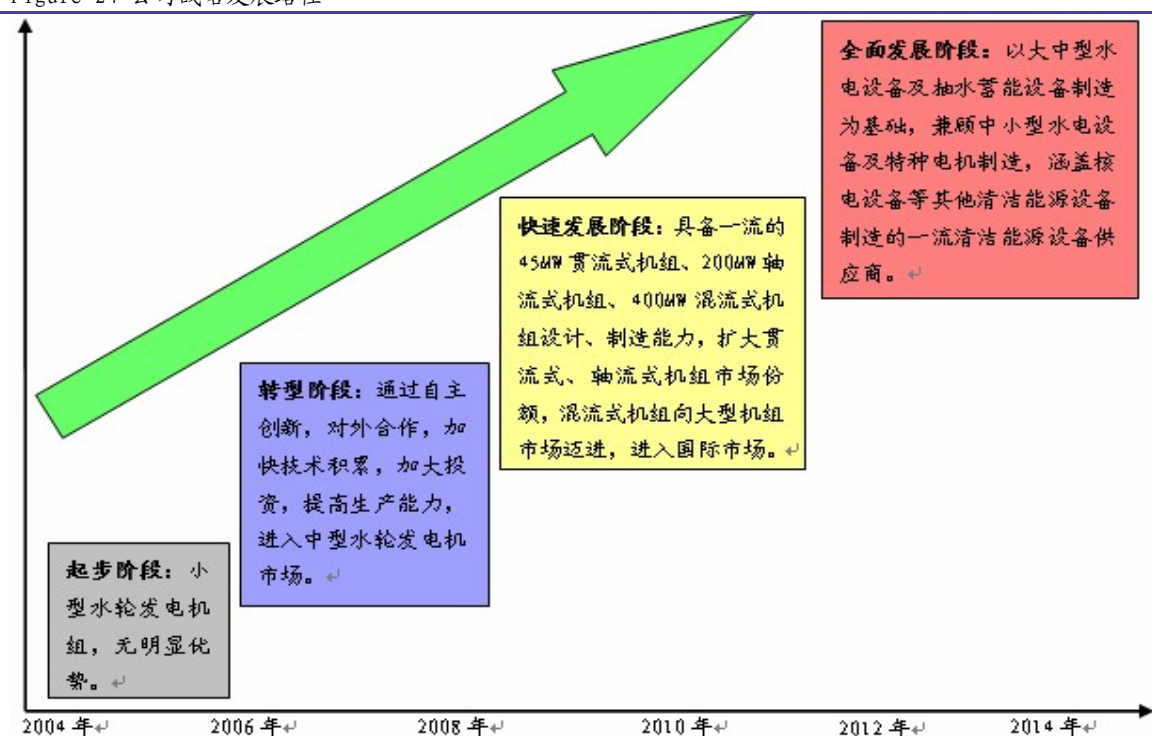
此次定增募投项目将进一步增强公司可持续发展能力和综合竞争力，有助于公司扩张现有产能、优化产能布局、提升技术水平、完善产品系列，此外，还将帮助公司迈入核电设备等新业务领域。届时，公司将形成以公司本部大中型水电设备及抽水蓄能设备制造为主导，兼顾中小型水电设备及特种电机制造，向上延伸至高端核电设备生产与制造的多业务框架。

Figure 23 公司未来业务架构



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 24 公司战略发展路径



资料来源：世纪证券研究所

股权激励促进公司发展

为促进公司发展，减少委托代理成本，2010 年 9 月 28 日，公司公告向特定对象授予限制性股票，实行股权激励政策。毫无疑问，实施股票期权计划，公司股东利益与管理层利益将趋于一致，将更有利于公司发展。经测算，本次股权激励费用合计 4271.51 万元，分 48 个月摊销，对公司各期业绩影响有限。

Figure 25 股权激励计划对公司业绩影响有限

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
对净利润的影响（百万元）	10.68	10.68	10.68	10.68
当年净利润总额（百万元）	138.60	183.92	279.45	365.96
对每股收益的影响（元/股）	0.0357	0.0357	0.0357	0.0357
当年每股收益（元/股）	0.465	0.61	0.93	1.22

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

盈利假设

公司 2010 年新增订单金额 16 亿元，年底待执行订单金额 19 亿元。基于对行业和分析，我们预计公司 2011-2013 年新增订单金额将分别达到 20、25、30 亿元。按照对公司收入确认准则的理解，我们预计公司 2011-2013 年实现营业收入分别为 12.5、18.5、24 亿元。

Figure 26 营业收入预测

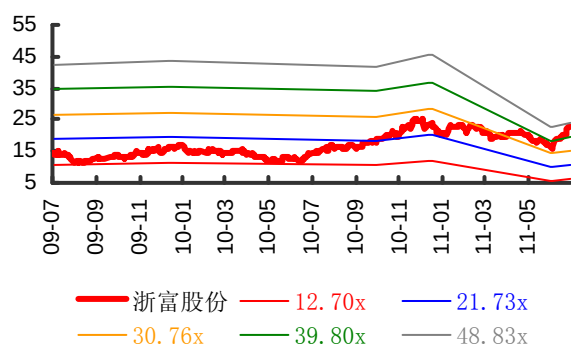
	10 年底待执行订单	11 年新增订单	12 年新增订单	13 年新增订单
订单金额（亿元）	19.00	20.00	25.00	30.00
收入确认比例				
2010	25.00%			
2011	50.00%	15.00%		
2012	25.00%	50.00%	15.00%	
2013		35.00%	50.00%	15.00%
2014			35.00%	50.00%
2015				35.00%
收入确认金额				
2010	4.75			
2011	9.50	3.00		
2012	4.75	10.00	3.75	
2013		7.00	12.50	4.50
2014			8.75	15.00
2015				10.50

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

在盈利能力方面，公司可以通过协议价格（合同价格可以根据原材料价格波动情况发生变动）部分规避上游原材料价格波动给公司盈利能力带来的影响。我们预计未来三年，公司毛利率有望继续维持在 31% 左右。

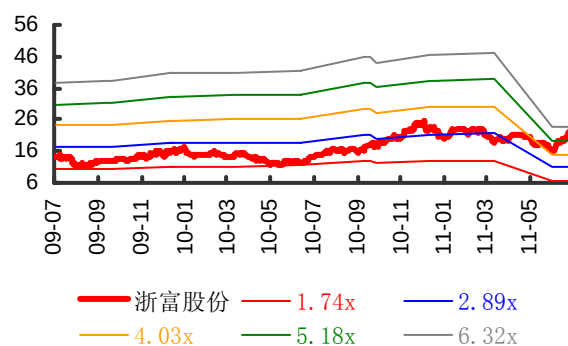
基于以上假设，我们预测公司 2011-2013 年实现 EPS 分别为 0.61、0.93、1.22 元，对于 7 月 18 日收盘价，PE 分别为 36.44、23.85、18.26 倍。考虑到公司处于快速发展期，给予公司“增持”评级。

Figure 27 公司历史 PE-band 趋势



数据来源：wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 28 公司历史 PB-band 趋势



数据来源：wind 资讯、世纪证券研究所

风险提示:

- (1) 水电建设低于预期风险;
- (2) 公司合同为闭口合同，上游原材料大涨上涨吞噬公司业绩的风险;
- (3) 定增募投项目低于预期风险。

Figure 29 公司财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1029	1261	1593	2104	营业收入	504	976	1533	2329
现金	847	900	1037	1268	营业成本	294	576	913	1392
应收账款	51	117	176	266	营业税金及附加	2	3	5	8
其他应收款	7	12	19	29	营业费用	49	96	147	221
预付账款	9	18	28	43	管理费用	65	127	199	298
存货	56	104	169	256	财务费用	-15	-36	-40	-48
其他流动资产	59	110	163	241	资产减值损失	2	3	3	3
非流动资产	100	161	159	167	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	41	41	41	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	75	72	68	64	营业利润	108	208	306	455
无形资产	2	17	27	37	营业外收入	24	25	25	25
其他非流动资产	14	32	23	26	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1129	1422	1752	2271	利润总额	132	233	331	480
流动负债	83	183	223	322	所得税	16	29	41	60
短期借款	0	0	0	0	净利润	115	204	290	420
应付账款	48	97	152	233	少数股东损益	-0	19	23	34
其他流动负债	34	86	70	89	归属母公司净利润	116	185	267	386
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	99	175	270	411
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.95	1.52	2.19	3.18
其他非流动负债	11	0	0	0					
负债合计	93	183	223	322	主要财务比率				
少数股东权益	28	46	70	103	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	122	122	122	122	成长能力				
资本公积	686	686	686	686	营业收入	56.9%	93.7%	57.1%	51.9%
留存收益	201	386	653	1039	营业利润	63.6%	92.8%	47.5%	48.6%
归属母公司股东权益	1008	1193	1460	1846	归属于母公司净利润	41.6%	59.8%	44.2%	44.9%
负债和股东权益	1129	1422	1752	2271	获利能力				
					毛利率(%)	41.6%	41.0%	40.5%	40.2%
现金流量表					净利率(%)	23.0%	18.9%	17.4%	16.6%
单位: 百万元					ROE(%)	11.5%	15.5%	18.3%	20.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	44.5%	55.0%	53.1%	56.7%
经营活动现金流	65	69	105	191	偿债能力				
净利润	115	204	290	420	资产负债率(%)	8.3%	12.9%	12.7%	14.2%
折旧摊销	7	4	4	4	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-15	-36	-40	-48	流动比率	12.45	6.90	7.16	6.53
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	11.77	6.32	6.39	5.73
营运资金变动	-59	-82	-164	-192	营运能力				
其他经营现金流	17	-20	16	7	总资产周转率	0.72	0.77	0.97	1.16
投资活动现金流	-41	-52	-8	-8	应收账款周转率	10	11	10	10
资本支出	28	0	0	0	应付账款周转率	7.24	7.93	7.32	7.22
长期投资	-8	33	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-21	-20	-8	-8	每股收益(最新摊薄)	0.95	1.52	2.19	3.18
筹资活动现金流	702	36	40	48	每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.57	0.86	1.57
短期借款	-10	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.29	9.81	12.00	15.18
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	74	0	0	0	P/E	54.55	34.13	23.67	16.33
资本公积增加	676	0	0	0	P/B	6.26	5.29	4.32	3.42
其他筹资现金流	-38	36	40	48	EV/EBITDA	55	31	20	13
现金净增加额	726	53	137	231					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.