

投资评级:

买入

当前价格:

19.01 元

目标价:

27.50 元

守望大单，驱动增长

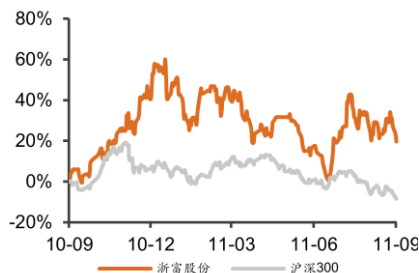
——浙富股份深度研究报告

市场数据

总股本(百万股)	299.28
A 股股本(百万股)	299.28
B/H 股股本(百万股)	0/0
A 股流通比例(%)	45.56
12 个月最高/最低(元)	51.79/15.8
第一大股东	孙毅
第一大股东持股比例	41.00%
上证综指/沪深 300	2470.5/2723.3

注：2011 年 9 月 6 日数据

近十二个月股价表现



分析师:

朱程辉

执业证书编号: S0500511040001

联系人:

徐海波

(8621) 68634510-8054

xhb3300@xcsc.com

投资要点:

- **订单驱动是公司估值上扬的主要逻辑。**公司是典型的接单生产型企业，公司订单执行周期比较长，通常在 3-4 年，订单的签订基本决定了公司未来的业绩，因此可以说订单是公司业绩的提前反映。我们通过研究公司历史股价变化发现，公司估值较高的时期，均是来源于大订单的驱动。因此，判断公司订单的走势，是判断公司价值的主要因素。
- **公司是国内水电机组制造领先企业。**公司是国内大中型水电机组的主要制造商之一，在灯泡贯流和轴流转桨式机组方面具有一定的技术优势。公司的订单走势主要取决于几大市场的走势。目前我国水电建设正在进入一个高景气期，按照我们的估算，“十二五”期间，我国常规水电将形成年均 168 亿的市场，抽水蓄能年均 16.58 亿。公司或将分享其中 10% 的市场份额。海外是公司另一个可期待的市场，预计公司年内海外有望突破 3 亿订单。综合以上，预计公司 2011-2013 年新增订单分别为 20、24、27 亿。
- **涉足核电，做全面的能源设备供应商。**公司增资华都公司，涉足核岛控制棒驱动结构市场，该产品毛利可达 50%-60%，是核电中的核心设备。此外，公司将与中核集团合作成立合资公司，业务方向将为小型反应堆设备。这两项业务的具体开展都将主要依托中核集团的支持，3 年内难以贡献业绩。鉴于国内水电开发的日趋成熟，公司涉足核电反映了管理层对于公司战略发展的考虑，但核电业务能否迅速成长，我们还需静观其变。
- **估值和投资建议。**给予公司“买入”评级。2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、1.11、1.56 元，对应当前股价市盈率 27.68、17.27、12.31 倍。按照订单推高估值的逻辑，订单的签订高峰，将成为支撑公司估值水平的决定因素，参考报告中对于水电设备行业的分析，我们认为公司下半年到 2012 年上半年将进入订单高峰期。给予公司 40 倍市盈率，6-12 个月目标价 27.5 元。
- **重点关注事项**

股价催化剂(正面): 可再生能源发展规划正式出台，水电设备招标集中展开。东南亚市场订单出现大突破。

风险提示(负面): 公司水电订单获取低于预期。

重要财务指标

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	923.90	1261.80	2022.15	2746.36
收入同比(%)	11%	37%	60%	36%
归属母公司净利润	138.60	205.54	329.51	462.05
净利润同比(%)	9%	48%	60%	40%
毛利率(%)	31.5%	30.6%	31.2%	31.7%
ROE(%)	12.5%	16.1%	21.2%	23.9%
P/E	41.05	27.68	17.27	12.31
每股收益(元)	0.46	0.69	1.10	1.54
P/B	5.13	4.45	3.65	2.94
EV/EBITDA	28	20	13	9

正文目录

1 订单锁定业绩，签单驱动估值.....	1
1.1 公司历史订单情况.....	1
1.2 新增订单看常规、抽蓄双发力.....	2
2 常规水电是基础.....	3
2.1 优先发展水电，年均市场将达 168 亿.....	3
2.2 发改委核准提速，招标高峰看 2012.....	4
2.3 占据 10%市场份额，常规水电订单稳固筑业绩之底.....	5
3 抽水蓄能是增量.....	10
3.1 配套电网调峰、新能源建设，抽水蓄能预期提升.....	10
3.2 增速超越常规水电，市场规模逾百亿.....	12
3.3 技术壁垒限制，寡头垄断分享蛋糕.....	13
4 海外市场将有惊喜.....	15
4.1 东南亚、土耳其市场前景广阔.....	15
4.2 出口占比回升，订单有望突破.....	16
5 跨出水电产业积极战略布局.....	17
5.1 非公开增发预案昭示公司远景规划.....	17
5.2 背靠中核，核电业务或成新增长点.....	17
6 财务状况分析.....	19
6.1 盈利能力分析.....	19
6.2 偿债及营运能力分析.....	21
7 盈利预测与估值.....	22
7.1 盈利预测假设.....	22
7.2 估值.....	23
8 重点关注事项.....	23
8.1 股价催化剂（正面）.....	23
8.2 风险提示（负面）.....	23
附录(单位:百万元).....	24

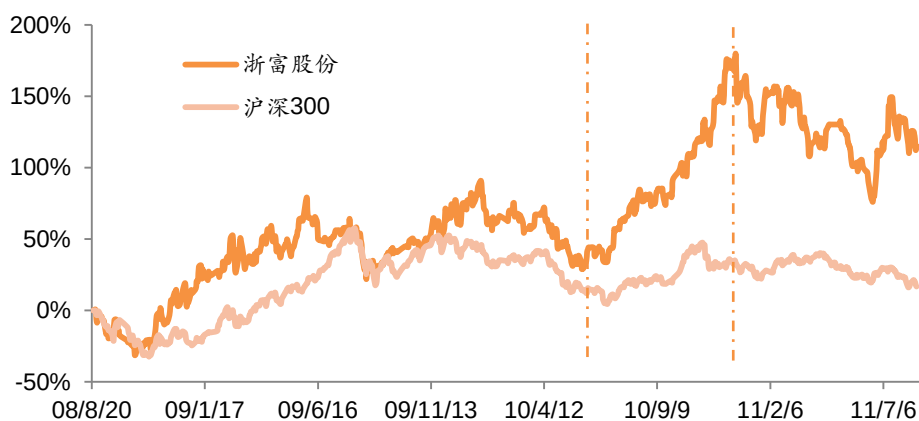
图表目录

图 1、公司 IPO 以来股价走势对比沪深 300.....	1
图 2、公司 IPO 以来预测市盈率变化.....	1
图 3、公司历年新增订单变化.....	2
图 4、2006-2011.8 发改委核准水电项目情况.....	4
图 5、2005-2007.1~6 国内大中型水电发电机组市场占有率.....	6
图 6、灯泡贯流式机组（左）和轴流转桨式机组（右）示意.....	7
图 7、大渡河干流水电梯级开发方案.....	7
图 8、小水电装机容量及增速预测.....	10
图 9、我国抽水蓄能历年装机容量变化及未来趋势预测.....	12
图 10、典型混流可逆式抽水蓄能机组示意.....	14
图 11、土耳其水电装机容量预测.....	15
图 12、公司外销收入变动趋势及占比.....	16
图 13、公司产业布局.....	17
图 14、控制棒驱动机构实景及工作示意图.....	18
图 15、公司营业收入、净利润、毛利率、净利率情况（百万元）.....	20
图 16、公司单机组订单确认收入步骤（T 为签订合同月份）.....	22
图 17、公司三机组订单确认收入步骤（T 为签订合同月份）.....	22
表 1、2010 年以来公司新签署合同情况统计.....	2
表 2、2010 年以来关水电建设的政策风向.....	3
表 3、2008 年以来发改委核准水电站工程项目.....	5
表 4、水轮机分类及适用范围.....	6
表 5、“十二五”主要开发水电基地现状.....	8
表 6、2005-2009 水利建设中水电工程类投资情况.....	8
表 7、2010 年以来关于抽水蓄能的政策风向.....	11
表 8、抽水蓄能在需求层面的作用.....	11
表 9、抽水蓄能与其他储能类型对比.....	11
表 10、部分拟建抽水蓄能电站规划.....	13
表 11、六大厂商部分抽水蓄能业绩.....	14
表 12、东南亚六国水电开发情况（2006 年数据）.....	15
表 13、公司近年来海外订单情况.....	16
表 14、公司非公开增发预案募投项目情况.....	17
表 15、控制棒驱动机构种类及应用实例.....	18
表 16、与主要竞争对手水电业务收入、毛利率、新增订单比较.....	20
表 17、与主要竞争对手期间费用率比较.....	21
表 18、与主要竞争对手偿债及营运能力比较.....	21

1 订单锁定业绩，签单驱动估值

公司目前主营业务主要为水轮发电机组的研发与销售，属于典型的发电设备制造企业。根据发电设备单台价值高、制造周期长的特点，通常发电设备类企业的业绩表现完全取决于前期所取得的订单。基于这种特征，我们的投资逻辑如下：股价对于订单驱动型公司的业绩反映，通常具有提前性，订单的签订将成为驱动估值上扬的主因，因此把握公司订单走势将成为预测公司估值变动的关键。

图 1、公司 IPO 以来股价走势对比沪深 300



资料来源：WIND，湘财证券研究所

图 2、公司 IPO 以来预测市盈率变化



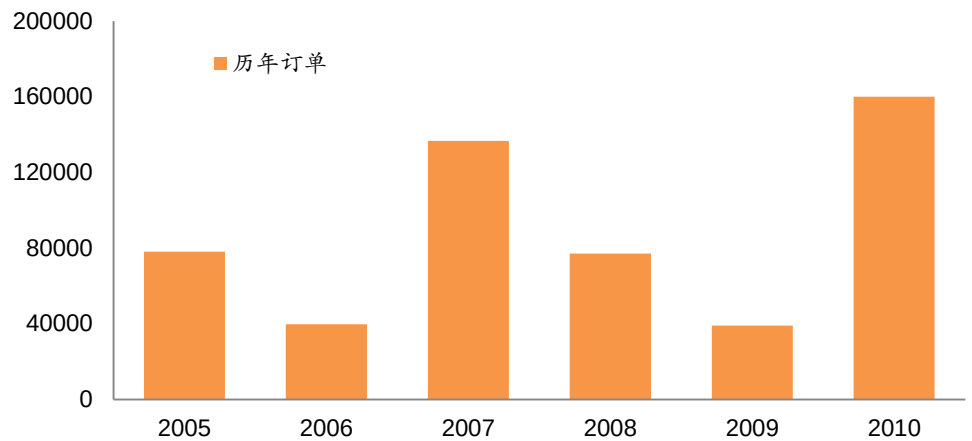
资料来源：WIND，湘财证券研究所

1.1 公司历史订单情况

订单爆发始于 2010。自 IPO 以来，公司新增订单连年下降，直到 2010 年出现转机。2010 年上半年，公司累计订单已超过 2009 年全年，2010 年

全年订单更是达到 16 亿，我们预计上下半年分别为 4 亿、12 亿。而与之相对应，公司股价及估值水平一路攀升，达到 2010 年 12 月 10 日的历史最高水平，是公司估值受到订单驱动的最有力佐证。

图 3、公司历年新增订单变化



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 1、2010 年以来公司新签署合同情况统计

公布时间	水电工程名称	机型	机组容量	合同总价
2010/1/6	南水北调中线陶岔渠首枢纽工程	灯泡贯流式	25MW×2 台=50MW	7998
2010/3/11	广西右江鱼梁航运枢纽水电站	灯泡贯流式	20MW×3 台=60MW	8600
2010/6/2	西藏雅鲁藏布江藏木水电站机组及附属设备	混流式	87.2MW×3 台=261.6MW	14401.95
2010/6/8	柬埔寨达岱河水电站工程机组及其附属设备	涡轮式	84.6MW×3 台=253.8MW	6706.8
2010/8/6	华能飞仙关工程建设	轴流转桨式	50MW×2 台=100MW	9398
2010/8/21	松邦五水电站项目机电设备供货、安装与技术服务	轴流机	28.5MW×2 台=57MW	7776
2010/9/17	越南 NAM MO H 水电站机电设备总承包合同	贯流式	10MW×2 台=20MW	3199.2
2010/10/13	湖南沅水桃源水电站	灯泡贯流式	20MW×9 台=180MW	35790
2010/10/21	华东电网富春江水力发电厂 2#机组发电机组改造	N/A	N/A	2108
2010/12/23	大渡河枕头坝 4*180MW 轴流转桨式水轮发电机组	轴流转桨式	180MW×4=720MW	48500
2011/5/5	湖北钟祥北山抽水蓄能 2×100MW 机组	抽水蓄能	100MW×2 台=200MW	15775
2011/6/27	长沙湘江综合枢纽	灯泡贯流式	9.5MW×6=57MW	25880

资料来源：公司公告，湘财证券研究所，标颜色部分为公司单独公告的过亿合同

1.2 新增订单看常规、抽蓄双发力

上半年 6 亿新单，抽蓄终打开缺口。我们从公司了解到，2011 年上半年，公司承接订单超 5 个亿，并未延续 2010 年下半年的爆发式增长。我们认为其中主要的因素与部分项目评标时间较长有关，保守估计，全年订单有望达到 20 亿以上。主要的市场驱动因素，除常规水电的逐渐复苏之外，公司上半年中标湖北钟祥抽水蓄能项目是一个积极信号，我们看好公司受常规、抽蓄双市场向好的推动，下半年新增订单继续爆发从而支撑公司估值水平。

2 常规水电是基础

2.1 优先发展水电，年均市场将达 168 亿

“十二五”优先发展水电，快速增长已成确定。2010 年以来，通过众多政府官员口径不断放出“优先发展水电”的信号。根据中电联规划报告显示，到 2015 年，全国常规水电装机预计达到 2.84 亿千瓦左右；到 2020 年，全国常规水电装机预计达到 3.3 亿千瓦左右；预计 2030 年全国水电装机容量 4.5 亿千瓦。较之“十一五”期间新开工量 2003 万千瓦，“十二五”期间水电新开工量将大大提升。

表 2、2010 年以来关水电建设的政策风向

时间	人物/部门	内容
2009/9/22	胡锦涛	中国国家主席胡锦涛出席联合国气候变化峰会，向国际社会承诺，争取到 2020 年，中国非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右。
2010/7/8	发改委	发改委核准金沙江中游金安桥水电站开工建设。半月后，鲁地拉和龙开口水电站工程，获得批复，环评通过。
2010/8/30	张国宝	发改委副主任、国家能源局局长张国宝在中国水电 100 周年纪念大会报告上指出，为实现 2020 年节能减排目标，届时我国水电装机容量须达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.3 亿千瓦，抽水蓄能 5000 万千瓦。
2010/10/30	张博庭	中国水利发电工程学会副秘书长张博庭在 2010 年中国能源企业高层论坛上指出，不要把水电妖魔化，要正确认识水电。
2010/11/24	刘琦	国家能源局副局长刘琦指出，根据目前能源“十二五”初步规划，在考虑风电、核电、太阳能等充分发展的基础上，2020 年常规水电装机容量应该达到 3.5 亿千瓦以上，发电量 1.2 万亿千瓦时以上。考虑水电开发周期长的因素，“十二五”期间需新开工 1 亿千瓦以上的水电。
2010/12/1	欧阳昌裕	中电联秘书长欧阳昌裕提出，根据中电联的规划报告，到 2015 年，全国水电装机将达 2.84 亿千瓦左右，2020 年预计达 3.3 亿千瓦左右。
2011/1/6	-	全国能源工作会议，公布年内 25 项工作计划，第 11 项“加快开发水电”提出了明确计划。计划全年新开工水电项目规模达到 2000 万千瓦以上。
2011/1/12	梁志鹏	国家能源局新能源和可再生能源司副司长梁志鹏表示，水电在清洁能源发展中发挥着支柱作用，要实现 2020 年非化石能源在中国一次能源消费中的比重提高到 15%，水电的装机容量需要达到 4 亿千瓦左右。
2011/2/28	中国工程院	中国工程院中国能源中长期（2030、2050）发展战略研究成果显示，在清洁能源中，水电是 2030 年前可再生能源发展第一重点，预计 2020 年、2030 年、2050 年水电装机将达到 3 亿千瓦、4 亿千瓦、4.5 亿至 5 亿千瓦。
2011/3/16	-	“十二五”规划纲要明确：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。

资料来源：湘财证券研究所整理

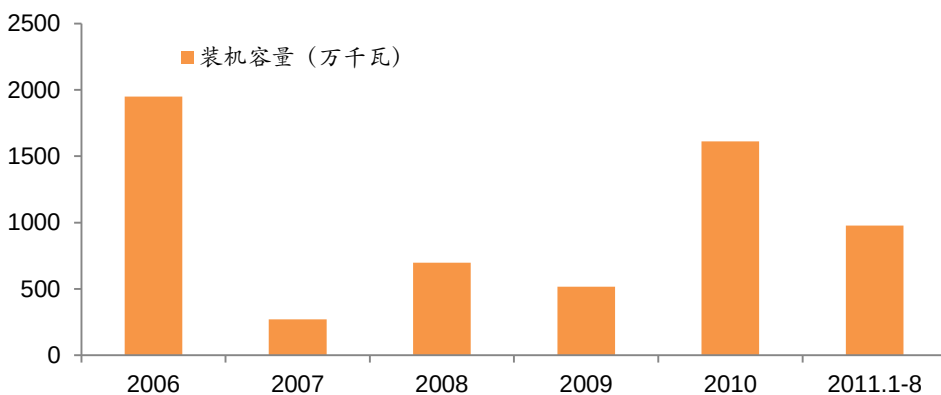
常规水电发电机组市场规模年均 168 亿。水电站建设周期一般 5 年左右，

发电机组招标通常在建设之初启动，因此 2020 年 3.3 亿千瓦的常规水电装机目标，发电机组招标将全部落在“十二五”内完成。根据中电联数据，截止 2010 年底，我国水电装机规模达到 2.134 亿千瓦；在建规模上，我们根据 09 年底我国水电在建规模 6724.8 万千瓦，以及 2010 年新增水电装机容量 1661 万千瓦两数据，并假设 2010 年新开工量按照“十一五”平均，为 400 万千瓦左右，推算得到 2010 年底在建规模应为 4664 万千瓦左右。由此估算“十二五”期间，我国常规水电需新开工 6996 万千瓦左右，年均新开工 1400 万千瓦。我们根据浙富股份披露合同进行水电机组单价估算，常规水电单价应 1200 元/KW 左右。“十二五”期间年均招标规模约 168 亿元。

2.2 发改委核准提速，招标高峰看 2012

发改委核准加速，保障水电建设进度。发改委审批是水电建设项目审核的重要环节，通常来讲，新项目的开工在发改委核准通过约半年之后，而设备招标则需再延后半年。“十一五”期间发改委核准装机容量总体呈现“高-低-高”的态势，2010 年下半年以来的核准加速将成为 2011 年下半年水电设备招标进入高峰期的风向标，且这种高峰在政策的支撑下具备可持续性。

图 4、2006-2011.8 发改委核准水电项目情况



资料来源：发改委，湘财证券研究所

“十一五”提前招标形成扰动因素，真正高峰或在 2012。发改委核准与设备招标在时点上的对应，在核准加速期或存在一定扰动。主要由于作为水电开发主体的五大发电集团“十一五”期间，在发改委审批未通过的情况下，存在提前开发建设项目的情况。据我们不完全统计，2010 年下半年以来新核准项目中，金安桥水电站、藏木水电站、官地水电站、桐子林水电站、长河坝水电站、糯扎渡水电站等均已完成设备招标，这部分装机容量达到 1436 万千瓦，占 2010 年下半年以来新核准项目装机容量的 55.5%。考虑到这些已招标项目，2011 年下半年预期的设备招标高峰总量将减小，真正的

高峰或在 2012 年真正到来。

表 3、2008 年以来发改委核准水电站工程项目

批准时间	项目	装机容量 (万千瓦)
2008 年 2 月	四川黑水河毛尔盖水电站项目	42
2008 年 3 月	贵州清水江水电有限公司白市水电站项目	42
2008 年 3 月	福建仙游抽水蓄能电站项目	120
2008 年 11 月	红水河大化水电站扩建工程项目	56.6
2008 年 11 月	江苏溧阳抽水蓄能电站项目	150
2008 年 12 月	重庆乌江银盘水电站项目	60
2008 年 12 月	云南红河马堵山水电站工程项目	28.8
2009 年 2 月	贵州北盘江董箐水电站项目	88
2009 年 3 月	四川大渡河泸定水电站项目	92
2009 年 3 月	青海黄河积石峡水电站项目	102
2009 年 3 月	广东清远抽水蓄能电站项目	128
2009 年 5 月	云南澜沧江功果桥水电站工程项目	90
2009 年 12 月	安徽佛子岭抽水蓄能电站项目	16
2010 年 3 月	浙江仙居抽水蓄能电站项目	150
2010 年 3 月	江西洪屏抽水蓄能电站项目	120
2010 年 6 月	广西岩滩水电站扩建工程项目	60
2010 年 7 月	云南金沙江中游金安桥水电站项目	240
2010 年 7 月	西藏藏木水电站项目	51
2010 年 7 月	湖南黑麋峰抽水蓄能电站二期工程项目	60
2010 年 9 月	四川雅砻江官地水电站工程项目	240
2010 年 9 月	四川雅砻江桐子林水电站工程项目	60
2010 年 11 月	四川大渡河长河坝水电站工程项目	260
2010 年 12 月	贵州乌江沙沱水电站工程项目	112
2010 年 12 月	四川大渡河大岗山水电站工程项目	260
2011 年 1 月	金沙江阿海水电站工程项目	200
2011 年 2 月	四川大渡河黄金坪水电站工程项目	85
2011 年 3 月	云南澜沧江糯扎渡水电站工程项目	585
2011 年 7 月	湖北堵河小漩水电站工程项目	5
2011 年 7 月	青海黄河黄丰水电站工程项目	22.5
2011 年 7 月	四川省木里河卡基娃水电站工程项目	45.24
2011 年 7 月	四川省木里河立洲水电站工程项目	35.5

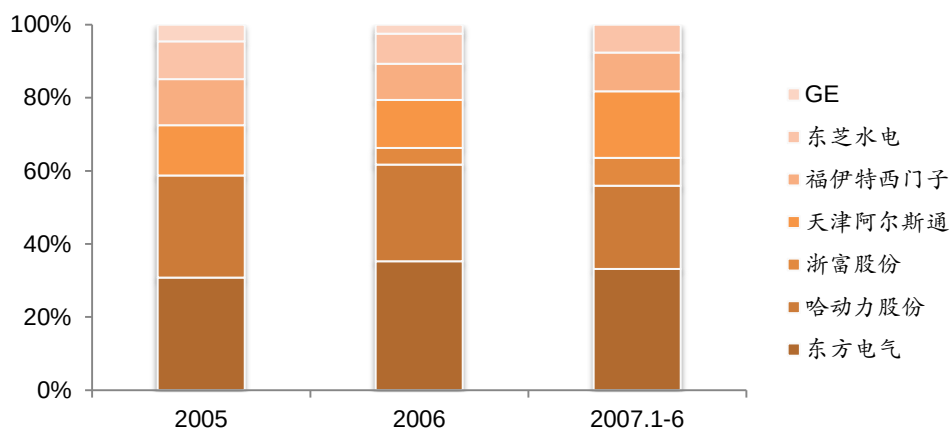
资料来源：公司公告，湘财证券研究所，标颜色部分为抽水蓄能项目

2.3 占据 10% 市场份额，常规水电订单稳固筑业绩之底

公司市场占有率约 10%。由于无公开统计数据衡量水电机组市场占有率，我们采用公司 2007 年 IPO 招股说明书数据做合理推行。2006、2007.1-6 期间，公司市场占有率分别为 4.6%，7.6%。我们预计随着公司 IPO 募投项目达产形成的产能扩张效应，公司市场占有率将得以进一步扩大。我们保守

估计公司市场占有率至少在 10% 左右，则公司将至少获得年均 16.8 亿的稳定订单，成为公司构筑业绩的基础。

图 5、2005-2007.1~6 国内大中型水电发电机组市场占有率



资料来源：浙富股份招股说明书，湘财证券研究所

2.3.1 细拆订单：两类机型优势突出，主攻低水头市场

低水头资源开发唱主角。近年来随着梯级电站的建设深入进行，将高水头电站拆分成若干低水头梯级电站的建设方式情况趋于普遍。并且随着高水头资源开发日趋成熟，下游低水头资源成为开发重点。低水头开发减少移民，减少淹没，对水域面积改变不大，且多建在下游更接近负荷中心，众多优势也让低水头电站成为未来水电资源开发的趋势。

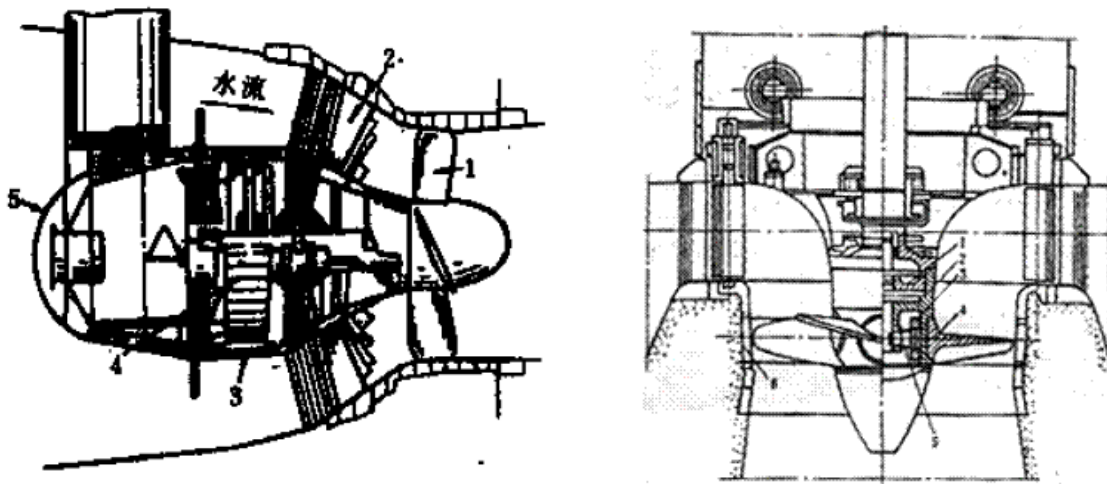
表 4、水轮机分类及适用范围

分类		适用范围
反击式水轮机	轴流式	适用于 2-70m，对于小型水电站，一般应用于 2-18m
	轴流定桨式	
	轴流转桨式	
	斜流式	适用于 40-200m，很少用于小型水电站
	混流式	适用于 2-700m，对于小型水电站一般应用于 2-200m
	贯流式	适用于 20m 以下的低水头范围，是开发低水头水能资源的新机型
	全贯流式	外缘转子线速度大，密封困难，很少采用
	半贯流式	
	灯泡贯流式	适用于 20m 以下，应用较为广泛
	轴深贯流式	
	竖井贯流式	
冲击式水轮机	水斗式	适用于 40-2000m，对于小型水电站一般应用于 40-800m
	斜击式	适用于 50-400m，最大单机容量小于 4000kw，只适用于小型水电站
	双击式	适用于 6-150m，最大单机容量小于 300kw，只适用于小型水电站

资料来源：《小型水电站》，湘财证券研究所

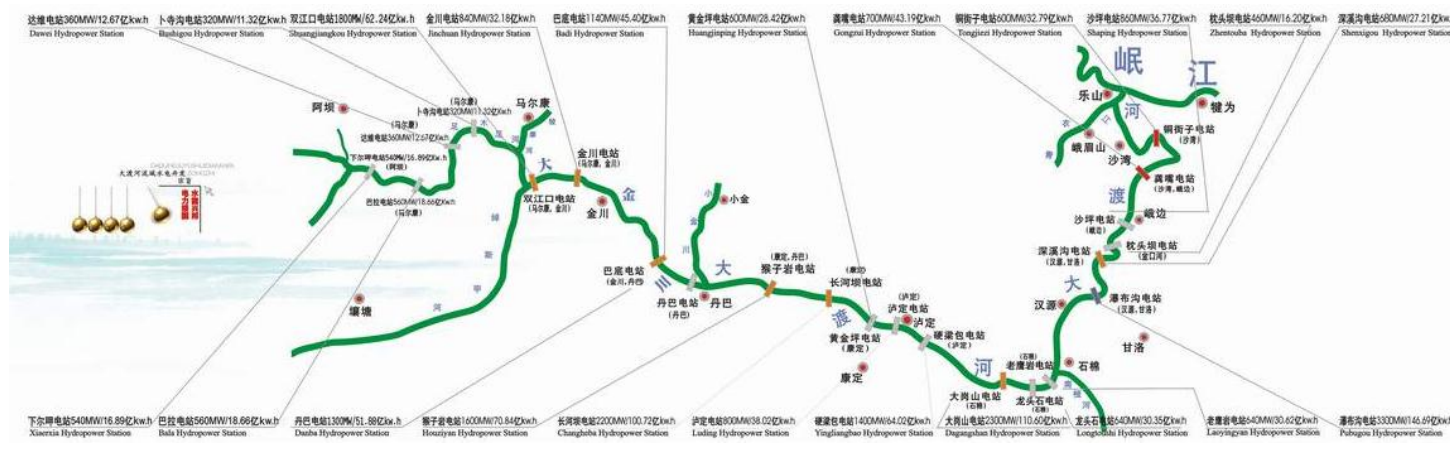
公司核心优势得以发挥。从公司传统业绩看，灯泡贯流式机组和轴流转桨式机组是公司的核心优势所在。据了解，公司在两类机组招投标中优势明显，中标概率较大。两类机组是中低水头电站的主要选型，特别是灯泡贯流式机组，其水力损失小，施工方便，结构紧凑，节省土建费用，近 20 年来发展迅速，正逐步替代轴流式机组，成为众多下游水利枢纽及低水头水电站的标准选型。

图 6、灯泡贯流式机组（左）和轴流转桨式机组（右）示意



资料来源：《水电站》，湘财证券研究所

图 7、大渡河干流水电梯级开发方案



资料来源：国电大渡河流域水电开发公司，湘财证券研究所

低水头市场估算之一：梯级电站市场。西南地区集中了我国约 80%的水电资源，从 2010 年发改委新核准项目看，新核准常规水电项目 90%以上集中在大渡河、金沙江、雅砻江、澜沧江、怒江等流域，这些河流也是我国水电梯级电站集中的区域。从水头资源看，这些河流属于高水头资源丰富地区，即使在开发过程中分拆成若干梯级电站，单个电站水头仍较大，低水头电站的建设将主要在这些河流的下游区域，且占比较小。我们以大渡河为例，大

渡河干流共规划开发“3 库 23 级”电站，其中下游深溪沟、枕头坝、沙坪等电站为低水头电站，规划低水头装机容量占大渡河干流整体规划的 10% 左右。以此比例进行西南主要流域待开发低水头梯级电站估算，梯级电站低水头资源市场容量约为 1000-1100 万千瓦。我们参考公司灯泡贯流式机组中标价格，假设单价为 1600 元/KW，梯级电站市场规模约为 171 亿。根据我国水电开发进度，“十二五”期间上述市场约有 50% 将转化为订单，我们预计公司从中获取 30% 的份额，年均订单 5.1 亿。

表 5、“十二五”主要开发水电基地现状

"十二五"主要开发水电基地	经济可装机容量 MW	投产比重 %	在建比重 %	前期比重 %
金沙江	58580	0	35	65
雅砻江	25700	13	33	54
澜沧江干流	25110	19	40	41
大渡河	24920	13	18	69
黄河北干流	6408	20	6	74
怒江	21990	0	0	100
南盘江红水河	14300	47	49	4
乌江	11220	82	18	0

资料来源：《水利水电施工》，湘财证券研究所

低水头市场估算之二：水利枢纽配装发电机组。从公司历史中标情况看，水利枢纽配装发电机组是公司重要市场。根据 2011 年 7 月中央水利工作会议精神，“将加强对水利建设的金融支持，力争在今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”。据全国水利发展统计公报，2009 年全国完成水利建设投资 1894 亿元，2010 年完成投资应在 2000 亿左右。这意味着 2011-2020 年年均水利投资可达 4000 亿元。水利发展统计公报中“水电工程”项应为具备水电功能的水利枢纽，我们按水电工程投资占水利建设投资 5% 估算，水电工程类投资年均可达 200 亿。发电机组投资约占水利枢纽工程投资的 10% 左右，由此，水利枢纽建设带来的年均市场规模约为 20 亿。我们预计公司从中获取 30% 市场份额，年均订单 6 亿。

表 6、2005-2009 水利建设中水电工程类投资情况

年份	年度水利建设完成投资 亿元	水电工程投资 亿元	水电工程投资占比 %
2005	746.8	65.5	8.77%
2006	793.8	57.3	7.22%
2007	944.9	66.5	7.04%
2008	1088.2	77.4	7.11%
2009	1894	72	3.80%

资料来源：水利部，湘财证券研究所

低水头市场估算之三：潜在市场潮汐发电。潮汐发电指利用潮差进行发

电的方式，建设潮汐电站除发电之外，同时具有围填海、水产养殖、旅游等综合效益；但由于投资大，施工难，工期长，海水腐蚀严重等原因，使我国潮汐电站建设一直还处于试验阶段。公司是国内首家对外出口潮汐发电机组的企业，2006 年开始为世界最大潮汐发电项目——韩国 SIHWA 潮汐工程提供 10 台 26MW 的灯泡贯流机组，具备一定能够的业绩和技术优势。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 619 亿千瓦时，且主要集中于浙江福建两省，公司在设备供货上具备一定地缘优势。我们期待公司在未来我国潮汐发电市场打开后能抢占先机。

2.3.2 细拆订单：混流机组伺机突破

混流机组市场年均可达 82 亿。混流式机组是高水头水电资源开发的标配，“十二五”重点开发的大型水电基地以高水头资源为主，按照“十二五”水电开发进度预计，这些水电基地待开发资源将有 50% 在“十二五”开工建设，市场容量将在 4800 万千瓦以上。混流式机组由于机型原因，单位装机容量用材料更少，单价较低，我们按照 850 元/千瓦预计，“十二五”期间，年均市场规模约 82 亿。

大国企，外资企业把持混流机组市场，公司能力具备尚欠业绩。大容量混流式机组对制造企业的制造能力有较高要求，国内大容量及超大容量水电机组生产厂家主要为东方电气、哈尔滨电气、天津阿尔斯通以及上海福伊特西门子四家。公司近三年混流式机组订单仅包括湖北潘口、甘肃苗家坝、四川毛尔盖、西藏藏木等项目，最大单机容量业绩为湖北潘口 250MW 机组，尽管根据公司披露，有能力进行 400MW 机组的生产制造，但仍未有相应业绩支持。我们预计公司在混流机组市场占据 5% 市场份额，年均市场订单在 4 亿左右。

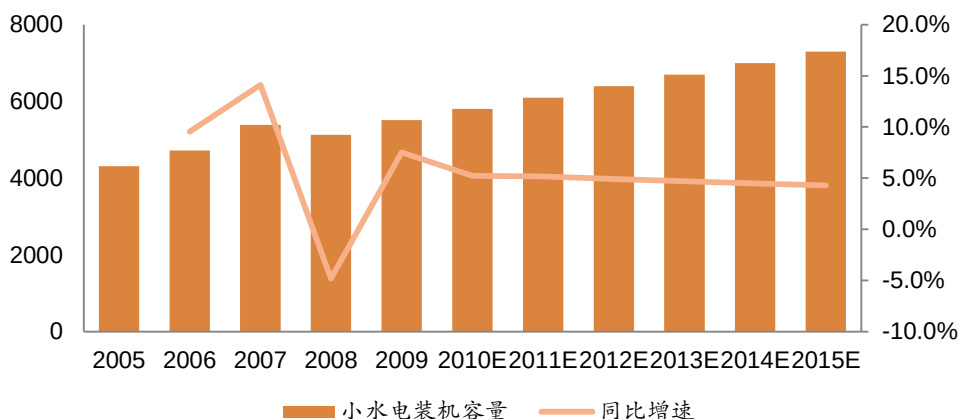
2.3.3 细拆订单：小水电机组稳定贡献

“十二五”小水电市场规模 1500 万千瓦。小水电是指装机容量 5 万千瓦以下的水电站。我国小水电与农村水电概念基本一致。从技术可开发装机容量看，我国小水电技术可开发容量 1.28 亿千瓦。2006-2009 年，我国小水电装机复合增长率为 6.3%，低于我国水电总装机容量的增长。根据水利部部长陈雷 5 月 7 日在全国农村水电暨“十二五”水电新农村电气化县建设工作会上的表示，我国“十二五”期间将新增农村水电 1500 万千瓦。

小型机组竞争激烈。国内小型机组制造企业超过 50 家，据电气工业协会水电设备分会 2008 年数据显示，产值过亿的约有 20 家左右，其中代表

性企业有：公司、浙江金轮、重庆水轮机厂、天津天发等。小型机组在选型上偏向轴流式及贯流式机组，我们按照单价 1600 元/千瓦计算，“十二五”市场规模在 240 亿左右，年均 48 亿。鉴于激烈的竞争环境，我们预计公司占据其中 5% 市场份额，则年均订单 2.4 亿。

图 8、小水电装机容量及增速预测



资料来源：水利部，湘财证券研究所

综合细拆订单内容，公司在优势机型——灯泡贯流、轴流转桨式机组市场，混流式机组市场，小水电市场三大细分市场共可获取年均约 17.5 亿订单。与我们按照公司 10% 市场占有率所估算的年均 16.8 亿订单基本相符合。

3 抽水蓄能是增量

3.1 配套电网调峰、新能源建设，抽水蓄能预期提升

“十二五”抽水蓄能，5000 到 8000 的转变。2010 年 8 月 30 日，时任国家能源局张国宝称，我国 2020 年抽水蓄能装机将达 5000 万千瓦；2011 年 8 月 29 日，据引述中国证券报报道称，中国水利发电工程学会副秘书长张博庭指出，我国“十二五”抽水蓄能开工目标已从 5000 万千瓦提升至 8000 万千瓦。鉴于水电工程的建设周期，“十二五”期间的开工目标基本等同于 2020 年的装机规模。从 5000 万千瓦到 8000 万千瓦的提升，显示了抽水蓄能电站的广阔市场空间以及对其巨大的市场需求。

需求层面看抽水蓄能。抽水蓄能电站的主要作用在于在电力系统中承担调峰填谷、调频、调相、紧急事故备用和黑启动等多种功能。针对我国的实际情况，大电网建设上，“西电东送”需要受电端的东部地区有较强的调峰能力，对抽水蓄能电站有较大的需求；分布式新能源建设上，尤其是风电、太阳能建设的快速发展，更需要配套抽水蓄能电站保证发电稳定性和连续性，解决并网难的问题。

表 7、2010 年以来关于抽水蓄能的政策风向

时间	人物/部门	内容
2010/8/30	张国宝	发改委副主任、国家能源局局长张国宝在中国水电 100 周年纪念大会报告上指出, 为实现 2020 年节能减排目标, 届时我国水电装机容量须达到 3.8 亿千瓦, 其中常规水电 3.3 亿千瓦, 抽水蓄能 5000 万千瓦
2011/3/16	-	“十二五”规划纲要明确: 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。
2011/7/31	国家能源局	随着我国经济的快速发展和能源结构的调整步伐加快, 对电力系统运行的安全性和可靠性要求越来越高, 适度加快抽水蓄能电站建设步伐十分必要。坚持为系统服务的原则; 坚持“厂网分开”的原则; 坚持建设项目技术可行、经济合理的原则; 坚持机组设备自主化的原则; 坚持科学合理调度的原则
2011/8/29	中国证券报文章	权威人士称, “十二五”可再生能源发展规划已报国务院。政策将着力推动西部 8 个千万千瓦级水电基地建设, 至 2015 年底, 常规水电利用规模要达到 2.6 亿千瓦, 年发电量要达到 9100 亿千瓦时, 抽水蓄能利用量要达到 3000 万千瓦。“十二五”抽水蓄能开工目标已从 5000 万千瓦调整到 8000 万千瓦

资料来源: 湘财证券研究所整理

表 8、抽水蓄能在需求层面的作用

抽水蓄能电站在电力系统中作用	
改善电网运行的作用	替代火力机组担任调峰 具备强负荷跟随能力起到调频 作为备用机组加强短时调节
在能源利用上的作用	降低电力系统燃料消耗 改变能源结构 提高火电设备利用率 降低运行消耗
对分布式新能源发展的作用	改善风电、太阳能发电稳定性 减轻核电大容量机组对电网影响

资料来源: 《抽水蓄能发电技术》, 湘财证券研究所整理

表 9、抽水蓄能与其他储能类型对比

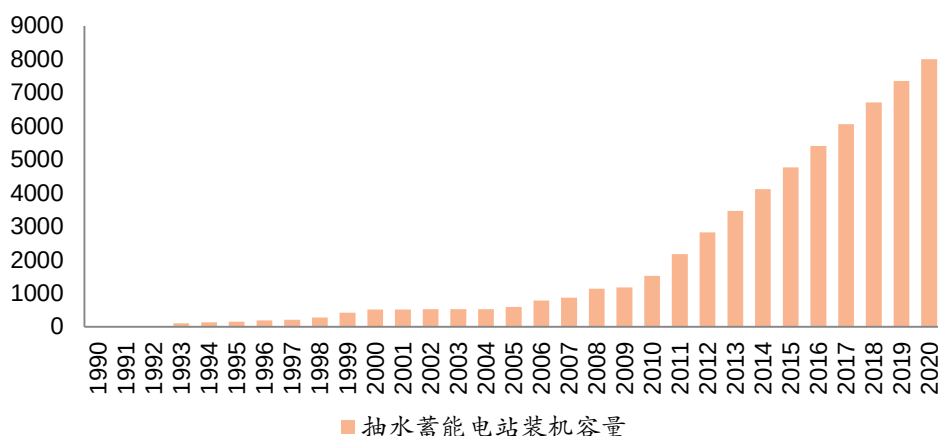
储能类型	单位投资 (元/KW)	运行寿命	典型额定功率	最大储能量 (MW·h)	电能转化效率 (%)	应用场合
抽水储能	3400	50 年以上	100-3600MW	36000	75	负荷调节, 削峰填谷、可再生储能, 调频、调相、系统备用、黑启动
钠硫电池	25000	15-20 年	100KW-100MW	-	89	电能质量、备用电源、调峰填谷、能量管理、可再生储能
液流电池	16000	15 年以上	5KW-100MW	2000	75-85	电能质量、备用电源、调峰填谷、能量管理、可再生储能

资料来源: 《水力发电学报》, 湘财证券研究所

3.2 增速超越常规水电，市场规模逾百亿

未来十年装机复合增速 **18.03%**，历史最好时代已经到来。2010 年底，我国抽水蓄能总装机规模为 1525 万千瓦，在建规模为 1294 万千瓦。以 2020 年 8000 万千瓦的装机测算，“十二五”期间，抽水蓄能电站需新开工 5181 万千瓦，年均新开工 1036 万千瓦。未来十年装机复合增长率 18.03%，同期常规水电复合增速仅为 4.46%。

图 9、我国抽水蓄能历年装机容量变化及未来趋势预测



资料来源：《水力发电学报》，湘财证券研究所

数据显示 8000 或非终点，需求不止于此。从另外的角度看，如此装机增速甚至也无法满足我国实际需求。引用日本 90 年代针对核电风电装机不断提升所做的测算结果，抽水蓄能占比总装机容量 20% 左右较为合理；而按照中国水力发电工程学会电网调峰与抽水蓄能专业委员会秘书长郝荣国的提法，我国抽水蓄能占比在 10% 是较为合理的规模。与此两者对照，2010 年底，我国发电总装机容量 96219 万千瓦，抽水蓄能装机 1525 万千瓦，占比仅为 1.6% 左右。按照“十二五”规划的远期目标，到 2020 年，我国总装机容量将达到约 18 亿千瓦，按照郝荣国秘书长 10% 的比例计算，则我国抽水蓄能装机也应达到 1.8 亿千瓦。目前 8000 万千瓦的规划装机容量到 2020 年仅占总装机的 4.4%，低于实际需求，未来规划存在进一步上调的可能。

年均市场将达 16.58 亿。由于抽水蓄能机组本身用材少的原因，单位容量价格更低，我们以 800 元/千瓦的单价作为计算标准，“十二五”期间，抽水蓄能机组总市场规模至少将达到 82.9 亿，年均 16.58 亿。

表 10、部分拟建抽水蓄能电站规划

电站名称	所在省份	装机容量(MW)	台数	单机容量(MW)
文登	山东	1800	6	300
天池	河南	1200	4	300
东江	湖南	500		
丰宁	河北	1800	6	300
桓仁	辽宁	800	4	200
蟠龙	重庆	1200	4	300
天荒坪二期	浙江	2100	6	350
清原	辽宁	1500	4	375
马山	江苏	700	2	350
深圳	广东	1200	4	300
徂徕山	山东	1800	6	300
乌龙山	浙江	2400	8	300
伍员山	江苏	1500		
宝泉二期	河南	1200	4	300
竹海	江苏	1800	6	300
永泰	福建	1200	4	300
敦化	吉林	1200	4	300
阳江	广东	2400	6	400
板桥峪	北京	1000	4	250

资料来源：中国抽水蓄能网，湘财证券研究所

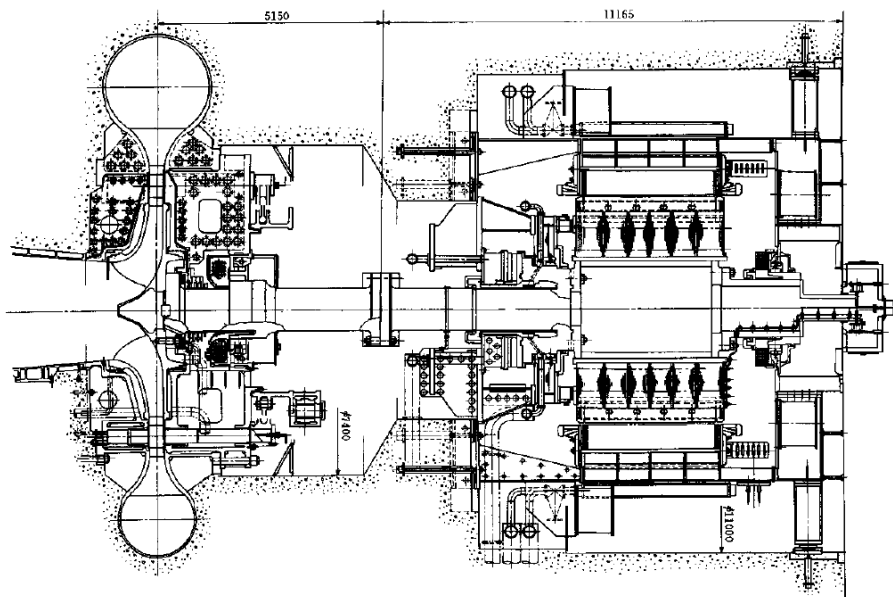
3.3 技术壁垒限制，寡头垄断分享蛋糕

采用可逆水泵水轮机，技术多引自国外。目前抽水蓄能电站采用的机组为一机两用式，水轮机与水泵合为一体，一方向旋转为抽水，反方向旋转为发电，配合电动发电机形成可逆式水泵水轮机机组。可逆式水泵水轮机也分为混流、轴流、贯流等多种类型，其中混流式占大多数，贯流式主要应用于双向发电的潮汐电站。由于抽水蓄能技术源自国外，在机组设计及制造方面，国外制造厂商占据优势，国内近几年才由哈尔滨电气及东方电气完成国产化的研发制造工作，但设计原型也是来自阿尔斯通等公司。

中标倾向国内企业，公司有望获取年均 1.66 亿订单。目前国内拥有抽水蓄能机组业绩的厂商仅有公司、东方电气、哈尔滨电气、天津阿尔斯通、上海福伊特西门子、杭州东芝水电 6 家。从近三年抽水蓄能项目最终中标情况看，除东芝水电 2010 年中标广东清远项目之外，其余项目均为非外资企业获得，显示了一定的政策倾斜性，公司凭借 2011 年 5 月中标湖北钟祥北山项目跻身抽水蓄能机组制造商之列。湖北项目本身单机容量为 100MW，而目前拟建抽水蓄能项目单机容量普遍在 250-350MW 之间，公司湖北项目的中标能否帮助公司彻底突破业绩壁垒，目前尚存疑问。从技术实力上，公

司通过与承袭 GE 技术的 Rainpower 合作,在大混流及抽水蓄能机组的研发上应无问题,关键仍在业绩门槛上,我们看好公司未来在抽水蓄能机组市场的表现,以 10%市场份额进行估计,公司有望获取年均 1.66 亿订单。

图 10、典型混流可逆式抽水蓄能机组示意



资料来源:《抽水蓄能发电技术》,湘财证券研究所

表 11、六大厂商部分抽水蓄能业绩

公司	抽水蓄能订单	中标时间
浙富股份	湖北钟祥北山抽水蓄能 2×100MW 机组	2011 年 5 月
	白山抽水蓄能机组	2004 年
哈尔滨电气	响水涧 4×250MW 抽水蓄能机组	2008 年
	江苏溧阳 6×250MW 抽水蓄能机组	2011 年 3 月
东方电气	黑麋峰 4×300MW 抽水蓄能机组	2006 年
	福建仙游 4×300MW 抽水蓄能机组	2010 年 1 月
天津阿尔斯通	宝泉,惠州、白莲河等 16×300MW 抽水蓄能机组	2005 年
	张河湾抽水蓄能机组	2005 年
福伊特西门子	LimbergII 抽水蓄能机组	2006 年
东芝水电	广东清远 4×320MW 抽水蓄能机组	2010 年 5 月

资料来源:公司公告,湘财证券研究所整理

4 海外市场将有惊喜

4.1 东南亚、土耳其市场前景广阔

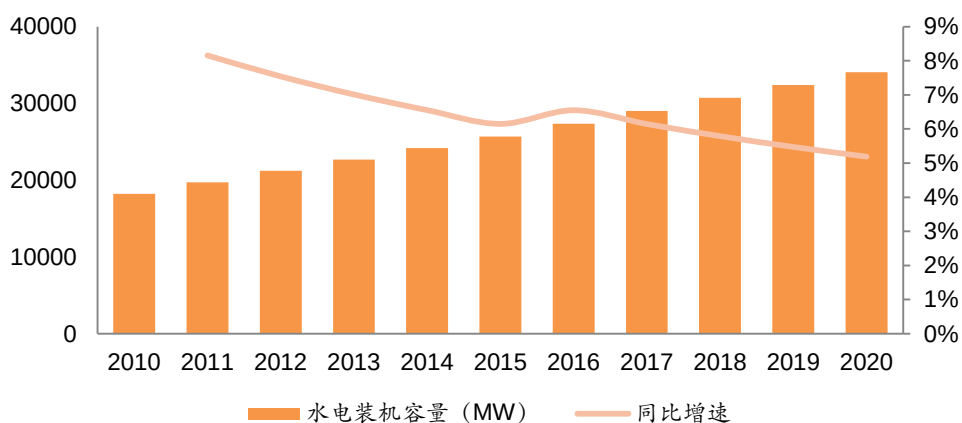
需求拉动建设，东南亚水电走上快车道。东南亚国家近年来随着经济的发展，对电力紧张日趋凸显，对电力建设的需求随之而来。柬埔寨、老挝、越南等国均拥有丰富的水电资源，开发水电以满足国内电力需求成为东南亚国家的战略选择。从开发程度看，东南亚六国除泰国 31.2%，马来半岛 25% 以外，柬埔寨、老挝、越南、缅甸等国对水电的开发仍显不足。近年来柬埔寨、越南等国水电开发力度逐渐加大，对水电设备形成了巨大的市场需求。

表 12、东南亚六国水电开发情况 (2006 年数据)

国家	水电发电占比	技术可开发量 (MW)	已开发程度	2005 年水电装机 (MW)
柬埔寨	7.40%	8600	0.10%	-
老挝	97.50%	18000	3.70%	672.6
泰国	6.60%	9400	31.20%	2922
越南	46.30%	23000	18%	4156
缅甸	-	37000	2%	745
马来西亚	-	48000	5% (马来半岛 25%)	2400

资料来源：《水力发电》，湘财证券研究所

图 11、土耳其水电装机容量预测



资料来源：《水利水电快报》，湘财证券研究所

与欧盟保持一致，土耳其需提升水电比重。土耳其化石能源资源有限，主要依赖进口，但在土耳其天然气电站仍然发展迅速，致使能源构成中水电比例有所下降。为谋求加入欧盟，土耳其必须在能源政策上向欧盟靠拢，提升绿色能源比重，因此加快水电开发是土耳其面临的重要问题。土耳其理论水电蕴藏量占世界总量 1%，占欧洲的 16%，而在开发程度上仅为 21%。为

跟上欧盟步伐，土耳其有望在 2020 年水电装机达到 34076MW，年均复合增长 6.45%，快于我国同期常规水电装机增速。

4.2 出口占比回升，订单有望突破

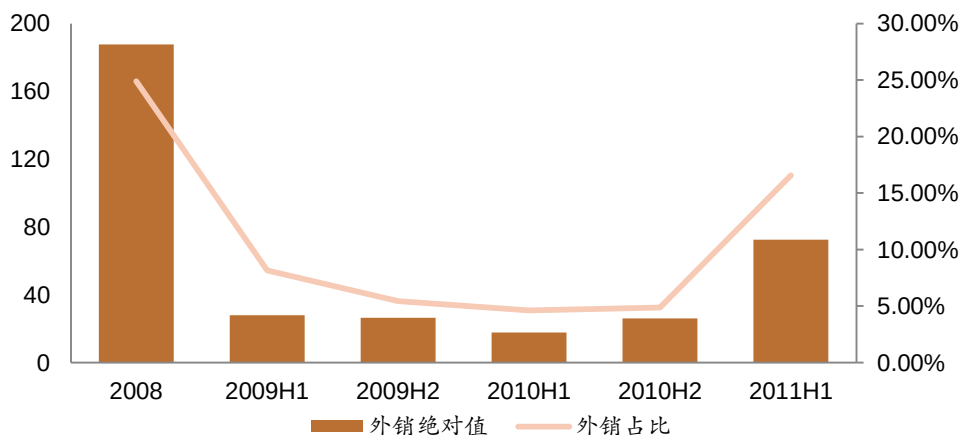
出口主要来自东南亚、土耳其，不缺市场只待发掘。从公司历年出口订单看，东南亚各国及土耳其是公司的主要海外市场。特别是来自东南亚越南和柬埔寨的订单在近两年增长较快，显示了公司对于东南亚市场的重点开发力度。据了解，公司近年来专门成立了单独的国际部，负责海外市场开拓，主攻东南亚市场。2010 年公司海外订单总量突破 3 亿，单机机型主要集中在 10 万千瓦以下的中小机组。在我们预计随着市场开拓的深入，公司或将迎来海外订单总量以及中标单机容量的双突破。

表 13、公司近年来海外订单情况

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	轴流式机组	2009	2*50	12148
越南 NAMMOH 水电站	贯流式机组	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，湘财证券研究所整理

图 12、公司外销收入变动趋势及占比



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

外销收入提升有利于拉升整体毛利率。公司外销收入 2010 年下半年以来伴随订单的突破，呈现回升态势，根据我们对海外订单的分析，这种趋势

将继续保持。毛利率方面，公司 2010 年报外销毛利率达到 51.08%，2011 年中报外销毛利率达 28.66%。而同期内销毛利率分别为 30.36%和 29.39%。外销毛利率较高的原因主要是公司自身的实力和业绩获得海外客户的认可，从而有利于取得较优的合同价。我们预计随着公司外销收入占比的继续提升，公司综合毛利率水平将得到正向拉升。

5 跨出水电产业积极战略布局

5.1 非公开增发预案昭示公司远景规划

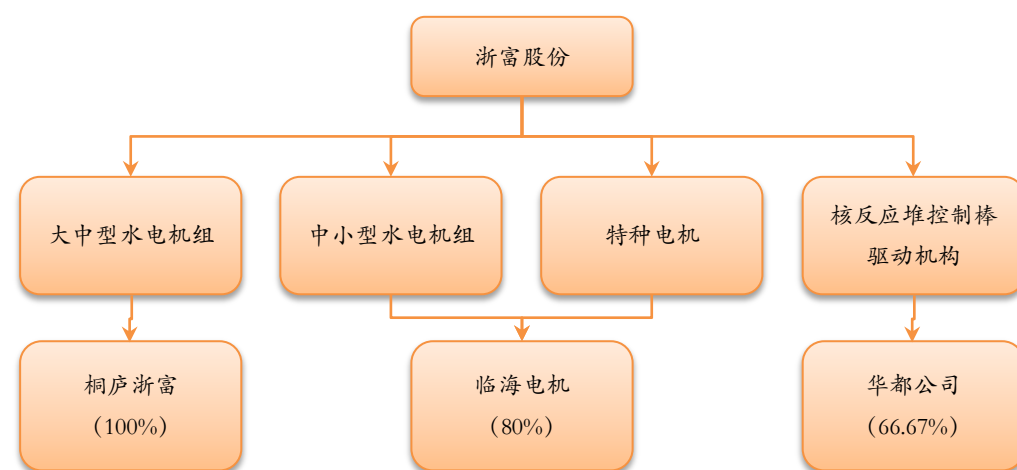
三大产业拟募集 8.9 亿。公司 5 月 10 日发布非公开增发股票预案，拟募集不超过 8.9 亿元用于三大项目以及补充流动资金。实施三大项目之后，公司原有大中型水电机组产能将得到进一步提升，同时转移中小型机组产能，并实现对特种电机及核电控制棒驱动机构两大产业的进军。

表 14、公司非公开增发预案募投项目情况

项目名称	拟募集资金 (亿元)	可实现销售收入 (亿元)	可实现利润总额 (万元)
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	5.6	6824
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	7.8	10136
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	1.8	-	-

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 13、公司产业布局



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

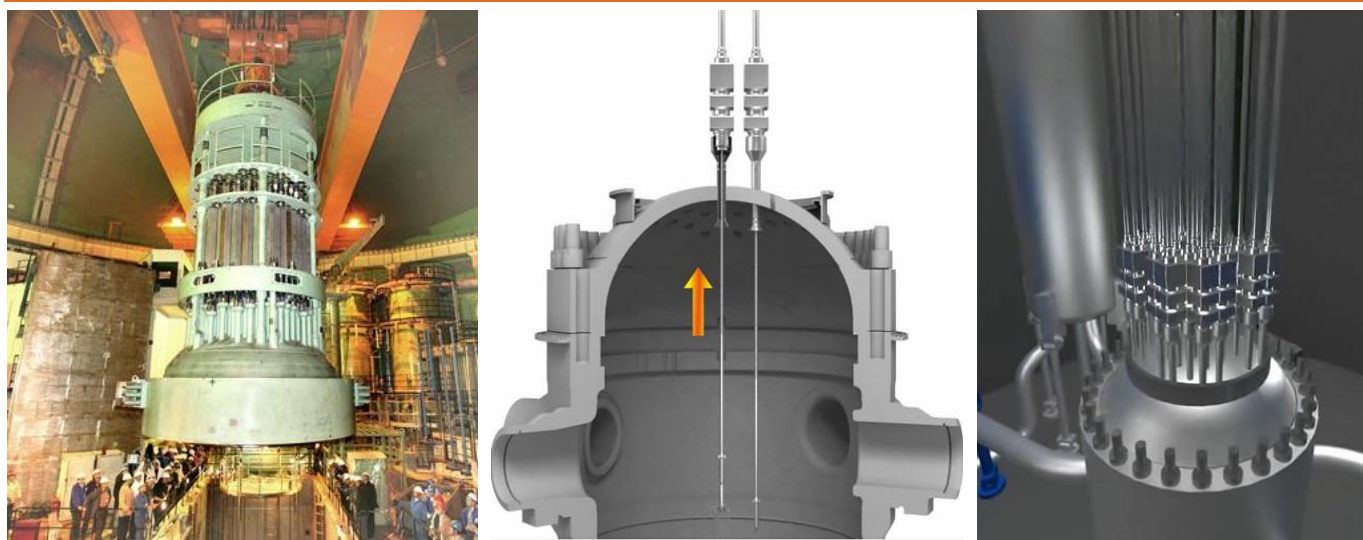
5.2 背靠中核，核电业务或成新增长点

进军核电是公司非常规动作。从公司三大募投项目来看，对本部技改可以看做是对水电市场重现乐观的应对动作；增资临海电机可看做是为转移小

水电机组生产，提升本部大中型水电产能利用率的必选动作；那么进军核电则出乎市场对公司的判断，是一步非常规动作，而结合水电的发展前景以及公司希望做全面能源设备供应商的愿景，进军核电又在情理之中。

控制棒驱动机构是独家垄断市场。控制棒驱动机构属于核Ⅰ级设备，是核岛主设备中关键设备，在众多核电设备中毛利率较高，可以达到 50%-60%。目前国内控制棒驱动机构市场 95%以上订单为上海电气下属上海第一机床厂有限公司所获得，此外，仅东方电气下属武汉核设备有限公司取得了防城港 1、2#机组以及桃花江 1#机组的订单，但目前尚未完工交付。资金及技术壁垒是控制棒驱动机构形成独家垄断市场的重要原因，控制棒驱动机构制造周期通常在 2-3 年，需要前期大量的资金投入且回款期较为漫长；其加工精度要求极高，且对焊接形变控制严格，需要长期进行大量工艺试验进行摸索。除资金与技术壁垒之外，业绩壁垒或许更高。上海第一机床厂有限公司有近 30 年的制造经验，及丰富的供货业绩，这是新进者难以企及的门槛。

图 14、控制棒驱动机构实景及工作示意图



资料来源：国家核电，湘财证券研究所

表 15、控制棒驱动机构种类及应用实例

类型	应用堆型	设计院	我国应用实例
M310 改进型	CPR1000	中国核动力研究设计院；广核设计院	岭澳、红沿河、宁德、方家山、阳江等系列机组
EPR	EPR	法国阿海珐	广东台山机组
西屋 AP1000	AP1000	美国西屋电气，上海核工程研究设计院	浙江三门、山东海阳机组
ML-B	-	中国核动力研究设计院	-

资料来源：湘财证券研究所整理

ML-B 型应用前景需中核集团支持。公司增资华都公司之后，华都的主要产品将为由中国核动力研究院(成都院)设计的 ML-B 型控制棒驱动机构。按照公司说法，该型控制棒驱动机构将主要瞄准三代核电机组市场。目前我

国三代核电选型主要有 EPR 和 AP1000 两种, AP1000 将是未来我国核反应堆建设的首选。而 AP1000 的控制棒驱动机构设计主要来自美国西屋电气, 由上海核工程研究设计院 (728 院) 受让技术并负责国产化, 目前 ML-B 型能否成功替代西屋设计应用于 AP1000 当中尚存疑问。据我们了解, AP1000 控制棒驱动机构较前代 M310 改进型在设计上的区别并不大, M310 改进型由成都院负责设计, 因此 ML-B 在技术上的成功应用应可期待。在具体的工程应用上, 由于成都院隶属于中核集团, 因此 ML-B 型的应用还需得到中核集团后续三代核电项目的支持。

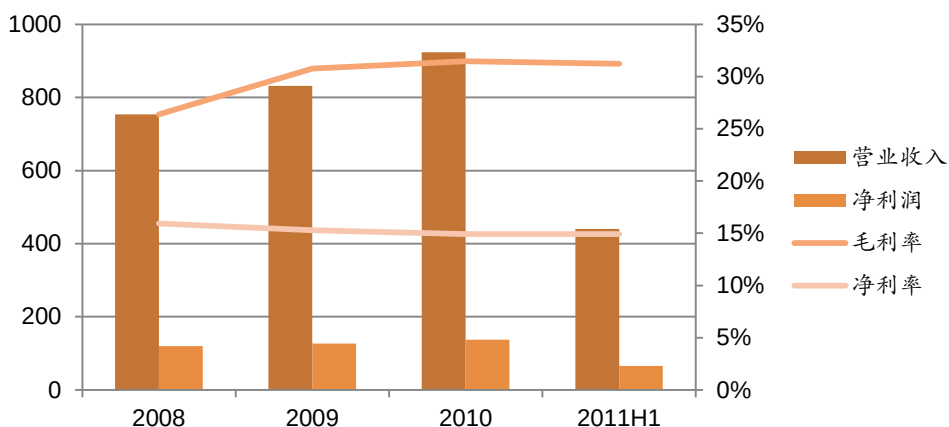
若核电政策大定调未变, 公司或“十二五”末有突破。按照 CPR1000 控制棒驱动机构 1.3 亿的单价计算, 考虑到三代核电机组具有更大的功率以及更大的设备体积, 我们以单价 2 亿来计算三代核电控制棒驱动机构。目前我国在运行及在建核电机组总装机容量在 4300 万千瓦左右, 若 2020 年核电装机规划为 7000 万千瓦, 则“十二五”期间至少将新开工 27 台机组, 2012-2015 年均开工机组达 6-7 个, 控制棒驱动机构年市场容量 12-14 亿。考虑到研发周期, 华都公司正式投产至少应在 2014 年, 假设公司投产后可获取每年一单, 则 2014、2015 年公司有望取得每年 2 亿的订单。

借中核发展小堆业务, 前景仍需观察。公司 5 月 10 日发布公告, 已与中国核动力研究设计院及中国核仪器设备总公司签署合作框架协议, 拟成立合资公司, 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。据我们了解, 合资公司有望于明年正式成立并投产。小型反应堆此前在我国主要应用于实验堆以及部分军用动力堆。中核集团主推的小型反应堆目前商用前景尚不明朗, 公司将在合资公司占 49% 股份, 投资收益的获取取决于中核集团对于小堆商用的具体定位及市场拓展情况。

6 财务状况分析

6.1 盈利能力分析

营业收入稳步增长, 毛利率净利率保持稳定。公司 2008-2010 年营业收入稳步增长, 复合增长率达 10.7%, 受到“十一五”期间水电行业景气度较低的影响, 公司订单不饱满, 营收增长也较平缓。毛利率方面, 公司毛利率稳定在 30% 左右, 显示了公司在成本控制以及生产管理等方面的优秀表现。公司净利率稳定在 15% 左右, 表现出较强的盈利能力。我们预计随着公司新签订单的逐渐执行以及毛利率较高的抽水蓄能机组等产品占比提升, 公司的营收及毛利率水平将得到较快拉升。

图 15、公司营业收入、净利润、毛利率、净利率情况（百万元）


资料来源: WIND, 湘财证券研究所

横向比较不逊竞争对手。从营业收入与毛利率的比较上,公司在营收规模上小于东方电气及哈尔滨电气两家竞争对手;而在毛利率上,公司始终高于东方和哈电,除具体产品结构的差异,以及两家对手承接国家重点攻关项目造成的成本上升之外,公司本身优秀的成本控制能力及生产管理组织也是毛利率较高的重要原因;今年上半年东方及哈电的水电设备毛利率已有明显回升,拉近了与公司的差距。从新增订单上看,公司新增订单在 2010 年呈现爆发增长,略逊于东方并超过哈电,显示了公司对较强的市场开拓力度。今年上半年公司新增订单 5 亿多,并有多个项目处于评标环节之中,我们预计公司年内仍有望取得 20 亿订单。

表 16、与主要竞争对手水电业务收入、毛利率、新增订单比较

	2008			2009			2010			2011H1		
	业务收入 (亿)	毛利率	新增订单 (亿)	业务收入 (亿)	毛利率	新增订单 (亿)	业务收入 (亿)	毛利率	新增订单 (亿)	业务收入 (亿)	毛利率	新增订单 (亿)
浙富股份	7.54	26.37%	7.709	8.296	30.56%	3.91	9.22	31.36%	16	3.91	31.54%	5
东方电气	25.97	9.62%	57.4	30.16	10.61%	28.968	29.58	15.46%	20	12.8	18.32%	12.27
哈尔滨电气	28.63	23.00%	82.44	18.93	23.13%	17	23.63	25.24%	14.37	14.33	29.41%	28.32

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所, 2010-2011 东方电气数据来自“水电与环保业务”

三项费用保持合理水平。公司销售费用及财务费用率与东方、哈电基本相当,处于行业平均水平。管理费用方面,公司 2011 年中报管理费用率大增,主要由于将临海电机合并报表,研发费用增加,以及增加股权激励成本等原因所致。我们预计随着管理的逐步理顺,公司管理费用率将逐渐回归合理水平。

表 17、与主要竞争对手期间费用率比较

指标	公司	2008	2009	2010	2011
管理费用率	浙富股份	8.89%	9.86%	8.57%	15.30%
	东方电气	6.02%	6.81%	8.09%	7.65%
	哈尔滨电气	7.11%	7.97%	9.03%	9.06%
销售费用率	浙富股份	0.95%	1.64%	1.67%	1.74%
	东方电气	1.66%	2.37%	2.12%	1.79%
	哈尔滨电气	1.40%	1.33%	1.63%	1.73%
财务费用率	浙富股份	0.29%	-1.10%	1.12%	0.80%
	东方电气	0.65%	0.41%	-0.11%	-0.14%
	哈尔滨电气	0.64%	0.62%	0.44%	0.21%

资料来源：WIND，湘财证券研究所

6.2 偿债及营运能力分析

资产负债率正常，债务风险较低。与同业公司东方电气相比，公司资产负债率处于较低水平，考虑到公司民营企业背景，偿债能力相较具有国资背景的企业偏弱，公司资产负债率应属合理水平。从负债结构上看，东方电气拥有较高的预收账款比例，而公司的负债主要为应付账款；作为接单生产型企业，预收账款不高也是公司近年来订单不多现状的一个缩影。我们预计随着公司订单增多，并进入执行期，公司债务结构将逐渐趋于良性，预收账款将增多。

存货周转合理，应收账款周转较慢。公司存货周转率逐年降低，但仍高于同期东方电气的水平，一方面公司此前尚未剥离的房地产业务的开发成本在存货中占比较大，拉低了公司的存货周转率；另一方面，公司转型大中型水电机组制造商之后，也使公司原材料、半成品等存货增加。应收账款方面，公司应收账款周转率低于东方电气，一方面由于公司生产经营扩张，大额合同增多，进入交货期后将增加公司的应收账款；另一方面，也显示了公司在应收账款管理水平上还需加强。

表 18、与主要竞争对手偿债及营运能力比较

指标	公司	2008	2009	2010	2011H1
资产负债率	浙富股份	40.22%	43.45%	45.77%	37.45%
	东方电气	95.69%	87.58%	85.67%	84.86%
存货周转率	浙富股份	4.25	3.9	3.24	2.07
	东方电气	1.34	1.1	0.96	0.43
应收账款周转率	浙富股份	4.41	1.96	1.25	0.51
	东方电气	3.27	3.46	3.53	1.53

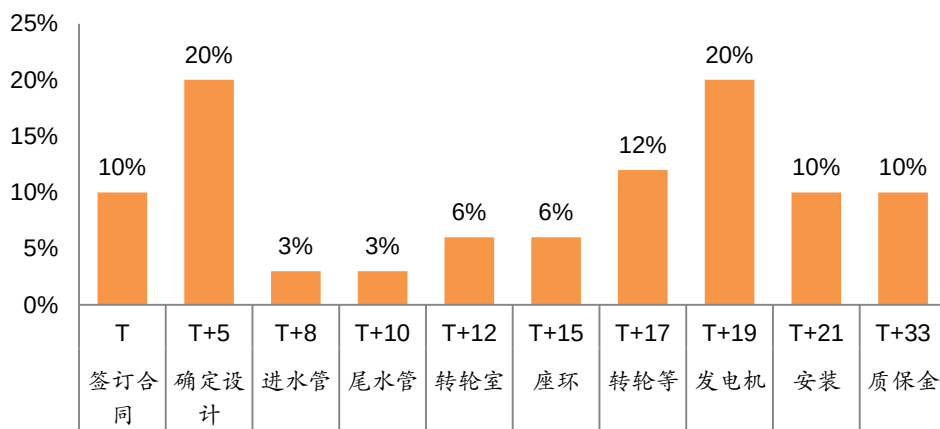
资料来源：WIND，湘财证券研究所

7 盈利预测与估值

7.1 盈利预测假设

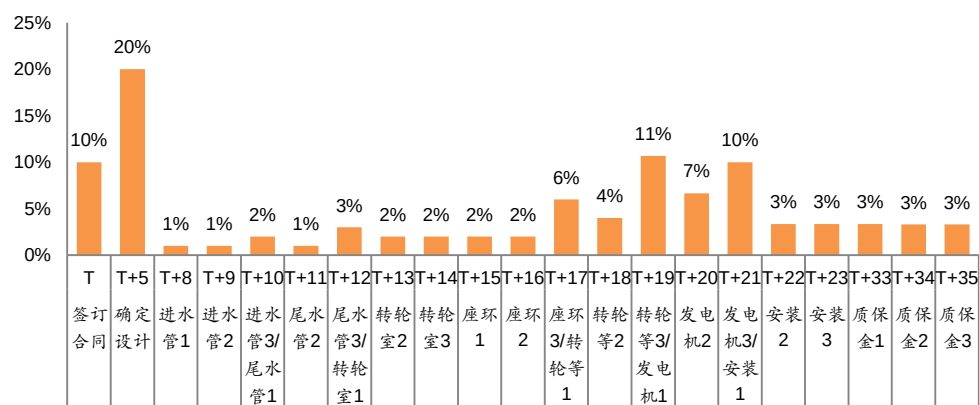
根据公司订单驱动的特征,我们通过公司在手订单及未来可能新增的订单进行未来收入的预测。单个订单的确认进度按照公司招股说明书中所述的收入确认方式来进行。若订单为单一机组订单,则其确认收入的方式完全按照招股说明书所述;若订单为多机组订单,我们假设为 3 机组订单,则其收入的确认我们按照单机组的确认原则,将部件交货拆分成 3 台机组来进行。对新增订单全部假设为三机组订单来进行估算。

图 16、公司单机组订单确认收入步骤 (T 为签订合同月份)



资料来源:公司招股说明书,湘财证券研究所

图 17、公司三机组订单确认收入步骤 (T 为签订合同月份)



资料来源:公司招股说明书,湘财证券研究所

按照如上思路进行估算,我们假定 2011-2013 公司新增订单分别为 20、24、27 亿,则估算得出 2011-2013 年公司营收应为 12.62、20.22、27.46 亿。

7.2 估值

给予公司“买入”评级。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、1.11、1.56 元，对应当前股价市盈率 27.68、17.27、12.31 倍。按照订单推高估值的逻辑，我们认为订单的签订高峰，将成为支撑公司估值水平的决定因素，参考前文对于水电设备行业的分析，我们认为公司 2011 年下半年到 2012 年上半年将进入订单高峰期。给予公司 40 倍市盈率，6-12 个月目标价 27.5 元。

8 重点关注事项

8.1 股价催化剂（正面）

可再生能源发展规划正式出台，水电设备招标集中展开。东南亚市场订单出现大突破。

8.2 风险提示（负面）

公司水电订单获取低于预期。

附录(单位:百万元)

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	1561	1709	2428	3086	营业收入	924	1262	2022	2746
现金	316	218	243	330	营业成本	633	876	1391	1875
应收账款	847	1053	1591	2035	营业税金及附加	8	11	18	24
其他应收款	7	12	18	24	营业费用	15	21	34	46
预付账款	45	52	89	118	管理费用	79	126	182	247
存货	231	300	350	400	财务费用	10	12	12	14
其他流动资产	114	75	138	179	资产减值损失	25	10	10	10
非流动资产	520	705	836	982	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	-0	25	0	0
固定资产	386	463	553	645	营业利润	153	231	376	531
无形资产	95	135	181	225	营业外收入	10	11	11	11
其他非流动资产	29	97	91	102	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2081	2414	3264	4068	利润总额	161	241	385	540
流动负债	852	1015	1589	2016	所得税	23	36	57	80
短期借款	150	50	155	116	净利润	138	205	328	460
应付账款	283	438	671	916	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	419	527	763	985	归属母公司净利润	139	206	330	462
非流动负债	100	100	100	100	EBITDA	200	276	429	595
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.46	0.69	1.10	1.54
其他非流动负债	0	0	0	-0	主要财务比率				
负债合计	952	1115	1689	2116	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	20	20	18	16	成长能力				
股本	150	299	299	299	营业收入	11.0%	36.6%	60.3%	35.8%
资本公积	581	431	431	431	营业利润	16.9%	51.4%	62.6%	41.3%
留存收益	378	549	827	1206	归属于母公司净利润	8.9%	48.3%	60.3%	40.2%
归属母公司股东权益	1108	1279	1557	1936	获利能力				
负债和股东权益	2081	2414	3264	4068	毛利率(%)	31.5%	30.6%	31.2%	31.7%
现金流量表					净利率(%)	15.0%	16.3%	16.3%	16.8%
单位:百万元					ROE(%)	12.5%	16.1%	21.2%	23.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	13.4%	17.1%	21.1%	25.5%
经营活动现金流	-84	243	156	419	偿债能力				
净利润	138	205	328	460	资产负债率(%)	45.8%	46.2%	51.8%	52.0%
折旧摊销	37	33	42	51	净负债比率(%)	26.25%	13.45%	15.07%	10.19%
财务费用	10	12	12	14	流动比率	1.83	1.68	1.53	1.53
投资损失	0	-25	0	0	速动比率	1.56	1.39	1.31	1.33
营运资金变动	-291	3	-271	-141	营运能力				
其他经营现金流	22	15	45	36	总资产周转率	0.50	0.56	0.71	0.75
投资活动现金流	-110	-195	-172	-197	应收账款周转率	1	1	1	1
资本支出	93	150	150	150	应付账款周转率	2.52	2.43	2.51	2.36
长期投资	0	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-17	-45	-22	-47	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	1.10	1.54
筹资活动现金流	176	-146	41	-135	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.28	0.81	0.52	1.40
短期借款	0	-100	105	-39	每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.27	5.20	6.47
长期借款	100	0	0	0	估值比率				
普通股增加	6	150	0	0	P/E	41.05	27.68	17.27	12.31
资本公积增加	77	-150	0	0	P/B	5.13	4.45	3.65	2.94
其他筹资现金流	-7	-46	-64	-96	EV/EBITDA	28	20	13	9
现金净增加额	-24	-98	25	87					

分析师声明

本人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证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。