

# 中标越南水电成套项目 打开广阔海外市场之门

## 方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

执业证书编号：S1220511030004

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

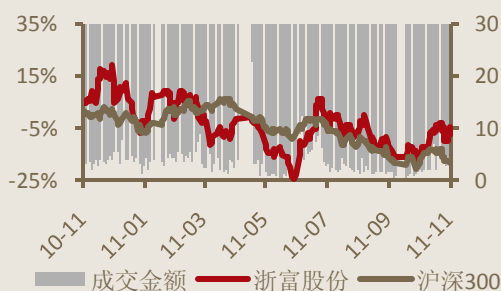
Email: yaowei0@foundersc.com

王莎莎（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68586817

Email: wangshasha@foundersc.com

### 历史表现



### 盈利预测

| 单位:百万元  | 2010A  | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入    | 923.90 | 1263.00 | 2140.00 | 2707.00 |
| (+/-)   | 11.04% | 36.70%  | 69.44%  | 26.50%  |
| 净利润     | 138.60 | 179.38  | 322.44  | 391.40  |
| (+/-)   | 8.90%  | 29.43%  | 79.75%  | 21.39%  |
| EPS (元) | 0.93   | 0.60    | 1.08    | 1.31    |
| P/E     | 31.27  | 34.04   | 18.93   | 15.60   |

### 相关研究

浙富股份(002266)-民营水电龙头吹响  
起航号角\_2011.10.25

浙富股份(002266)-订单为舟政策为帆，  
驶向业绩拐点\_2011.09.06

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

## 浙富股份(002266)

公司事件点评报告

2011.11.24 买入

电气设备行业

### 事件：

11月24日晚间浙富股份发布公告：公司于11月23日收到越南松达股份通知，确定浙富水科院联营体为Xekaman1电站项目第No.III.3.2号机电设备总成套的中标单位。双方将尽快签署正式采购合同。公司是联营体主导方。合同标的为两台145MW混流式机组，总金额3851.4万美元加99亿越南盾，折合人民币2.48亿元，约占2010年营业收入的27%。

### 点评：

#### ※ 首次中标海外水电设备总成套项目，打开广阔海外业务之门

此次中标 Xekaman1 电站项目是公司自成立以来承接的第一单国外大中型水电站机电设备总成套项目。公司 2006 年即中标日本和韩国项目，2010 年公司海外订单占订单总金额的 18.64%。东南亚水电蕴藏巨大市场，开发东南亚近邻国家水电资源，并通过特高压输电网实施“西电东送”，已经成为我国解决电力紧缺问题的一个重要战略步骤。公司成立专门的境外国际工程子公司，海外扩张战略与国内市场形成补充，我们预计公司未来将继续在海外市场大举斩获大中型水电项目及订单。

#### ※ 水电设备行业明年高景气预期确定

公司所处水电设备行业即将跨入黄金发展期。我们预计大部分常规水电项目将在 2010-2015 年间完成设备招标，2012 年-2014 年将成为水电设备需求高峰期，年需求量将达 3000 万千瓦左右。另外，我们预计“十二五”期间抽水蓄能项目将进入核准高速增长期，2015 年订单需求量将达到 1300 万千瓦，相对于 2010 年的 300 万千瓦，年复合增速将达到 34%。抽水蓄能将比常规水电有更大的增速弹性。随着明年年初规划出台，国家集中投资项目将迅速释放，我们预计下半年将出现订单高峰期。

#### ※ 公司明年预计将进入业绩爆发期

公司是目前我国最大的民营水电设备专业制造商。由于水电设备行业具有显著订单驱动业绩特点，公司产品准确定位确保其充分分享市场高景气。综合考虑了公司目前在手订单、行业平均增速及未来中标能力，随着产能提升，明年公司将进入新一轮增长周期，海外业务也可能带来预期外订单。我们经过测算认为近三年公司收入增速保守估计分别为 25.89%、70.26%和 24.56%。

#### ※ 盈利预测与估值

不考虑未来可能的预期外订单，将临海电机未来收入纳入分析，我们预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.60 元、1.08 元和 1.31 元，当前股价对应市盈率分别为 34.04 倍、18.93 和 15.60 倍，考虑公司未来五年国内水电订单增长预期极强，及可能在国外市场开拓获得超预期表现，维持“买入”评级。

※ 风险提示：闭口合同带来的成本不可控风险、海外市场开拓风险、我国水电核准进度不达预期的风险

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表           |             |              |              |              | 现金流量表          |             |              |              |              |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                 | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |                | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>     | 1561.23     | 2058.65      | 3047.29      | 3254.79      | <b>经营活动现金流</b> | -136.83     | 82.90        | 541.89       | 336.24       |
| 现金              | 315.98      | 442.05       | 749.00       | 940.24       | 净利润            | 137.71      | 185.36       | 329.31       | 398.56       |
| 应收账款            | 846.80      | 1174.00      | 1501.00      | 1683.70      | 折旧摊销           | 0.00        | 41.16        | 69.85        | 88.25        |
| 其它应收款           | 7.37        | 17.89        | 24.91        | 29.23        | 财务费用           | 10.38       | 18.88        | 9.47         | 29.70        |
| 预付账款            | 45.31       | 55.73        | 86.93        | 67.75        | 投资损失           | 0.09        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 存货              | 231.28      | 316.52       | 506.87       | 430.04       | 营运资金变动         | -280.75     | -166.88      | 134.75       | -179.82      |
| 其他              | 114.49      | 52.46        | 178.57       | 103.82       | 其它             | -4.27       | 4.37         | -1.49        | -0.46        |
| <b>非流动资产</b>    | 519.63      | 633.41       | 1010.91      | 1206.30      | <b>投资活动现金流</b> | -73.17      | -159.31      | -445.86      | -283.17      |
| 长期投资            | 10.11       | 10.11        | 10.11        | 10.11        | 资本支出           | 73.33       | 118.91       | 375.45       | 195.04       |
| 固定资产            | 385.51      | 486.77       | 804.83       | 966.57       | 长期投资           | 0.09        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 无形资产            | 95.02       | 109.82       | 160.37       | 193.28       | 其他             | 0.25        | -40.40       | -70.40       | -88.13       |
| 其他              | 28.98       | 26.71        | 35.60        | 36.33        | <b>筹资活动现金流</b> | 139.91      | -97.31       | -18.53       | -126.44      |
| <b>资产总计</b>     | 2080.86     | 2692.06      | 4058.20      | 4461.08      | 短期借款           | 0.00        | -50.00       | 33.33        | -5.56        |
| <b>流动负债</b>     | 852.39      | 1327.84      | 2411.80      | 2510.37      | 长期借款           | 100.00      | -15.21       | -2.28        | -13.64       |
| 短期借款            | 150.00      | 399.78       | 662.56       | 921.62       | 其他             | 39.91       | -32.10       | -49.59       | -107.24      |
| 应付账款            | 283.45      | 279.31       | 708.76       | 540.46       | <b>现金净增加额</b>  | -70.10      | -173.72      | 77.51        | -73.37       |
| 其他              | 418.94      | 648.75       | 1040.48      | 1048.28      |                |             |              |              |              |
| <b>非流动负债</b>    | 100.00      | 84.79        | 82.52        | 68.87        | <b>主要财务比率</b>  | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 长期借款            | 100.00      | 84.79        | 82.52        | 68.87        | <b>成长能力</b>    |             |              |              |              |
| 其他              | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业收入           | 11.04%      | 36.70%       | 69.44%       | 26.50%       |
| <b>负债合计</b>     | 952.39      | 1412.64      | 2494.31      | 2579.24      | 营业利润           | 16.87%      | 31.15%       | 82.70%       | 21.78%       |
| 少数股东权益          | 20.40       | 26.39        | 33.26        | 40.42        | 归属母公司净利润       | 8.90%       | 29.43%       | 79.75%       | 21.39%       |
| 归属母公司股东权益       | 1108.07     | 1253.03      | 1530.63      | 1841.42      | <b>获利能力</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>  | 2080.86     | 2692.06      | 4058.20      | 4461.08      | 毛利率            | 31.47%      | 30.60%       | 30.74%       | 30.78%       |
|                 |             |              |              |              | 净利率            | 14.91%      | 14.68%       | 15.39%       | 14.72%       |
| <b>利润表</b>      | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROE            | 12.20%      | 14.49%       | 21.06%       | 21.18%       |
| <b>营业收入</b>     | 923.90      | 1263.00      | 2140.00      | 2707.00      | ROIC           | 10.36%      | 10.89%       | 14.75%       | 14.40%       |
| 营业成本            | 633.18      | 876.47       | 1482.10      | 1873.83      | <b>偿债能力</b>    |             |              |              |              |
| 营业税金及附加         | 7.89        | 11.37        | 18.19        | 23.49        | 资产负债率          | 45.77%      | 52.47%       | 61.46%       | 57.82%       |
| 营业费用            | 15.40       | 17.96        | 30.39        | 38.44        | 净负债比率          | 26.25%      | 35.80%       | 30.91%       | 39.53%       |
| 管理费用            | 79.18       | 107.36       | 181.90       | 230.10       | 流动比率           | 1.83        | 1.55         | 1.26         | 1.30         |
| 财务费用            | 10.38       | 18.88        | 9.47         | 29.70        | 速动比率           | 1.56        | 1.31         | 1.05         | 1.13         |
| 资产减值损失          | 25.24       | 30.91        | 52.43        | 66.32        | <b>营运能力</b>    |             |              |              |              |
| 公允价值变动收益        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 总资产周转率         | 0.50        | 0.53         | 0.63         | 0.64         |
| 投资净收益           | -0.09       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 应收帐款周转率        | 1.25        | 1.25         | 1.60         | 1.70         |
| <b>营业利润</b>     | 152.54      | 200.06       | 365.52       | 445.12       | 应付帐款周转率        | 2.52        | 3.11         | 3.00         | 3.00         |
| 营业外收入           | 9.91        | 15.00        | 15.00        | 15.00        | <b>每股指标(元)</b> |             |              |              |              |
| 营业外支出           | 1.36        | 2.00         | 2.00         | 2.00         | 每股收益           | 0.93        | 0.60         | 1.08         | 1.31         |
| <b>利润总额</b>     | 161.09      | 213.06       | 378.52       | 458.12       | 每股经营现金         | -0.91       | 0.28         | 1.81         | 1.12         |
| 所得税             | 23.38       | 27.70        | 49.21        | 59.56        | 每股净资产          | 7.40        | 4.19         | 5.11         | 6.15         |
| <b>净利润</b>      | 137.71      | 185.36       | 329.31       | 398.56       | <b>估值比率</b>    |             |              |              |              |
| 少数股东损益          | -0.88       | 5.98         | 6.87         | 7.16         | P/E            | 31.27       | 34.04        | 18.93        | 15.60        |
| <b>归属母公司净利润</b> | 138.60      | 179.38       | 322.44       | 391.40       | P/B            | 3.91        | 4.87         | 3.99         | 3.32         |
| EBITDA          | 164.58      | 261.21       | 459.98       | 561.75       | EV/EBITDA      | 26.05       | 23.72        | 13.39        | 11.08        |
| EPS（元）          | 0.93        | 0.60         | 1.08         | 1.31         |                |             |              |              |              |

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼<br>(100037)                              | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼<br>(410015)                           |
| 电话：     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真：     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |